

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 光明集团跨国乳业并购 TNUVA 的风险及
防范分析

研究生姓名: 杨程尧

指导教师姓名、职称: 雷兴长 教授

学科、专业名称: 应用经济学 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2021年5月25日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：杨程亮 签字日期：2021.5.25

导师签名：高兴安 签字日期：2021.5.25

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：杨程亮 签字日期：2021.5.25

导师签名：高兴安 签字日期：2021.5.25

Analysis on the Risk and Prevention of Bright Group's Transnational Dairy Merger and Acquisition of TNUVA

Candidate : Yang Chengyao

Supervisor: Lei Xingchang

摘 要

乳制品企业通过探索国际化道路,获取更优质的资源和技术,创造更多的竞争优势。同时,跨国并购风险存在于乳制品企业并购活动的各个阶段。由于并购经验不足、在并购过程中缺乏对风险的管理等原因,导致乳制品企业跨国并购存在较大风险,需通过一定的风险防范措施,来实现风险控制。

本文首先梳理了跨国并购、跨国并购风险、乳制品行业跨国并购相关研究的文献综述,将乳制品企业跨国并购风险分成三个阶段进行研究。之后在企业成长理论与风险管理理论的基础上,以光明集团跨国并购 TNUVA 集团为案例,识别光明集团在该案例并购前期、中期、后期产生的风险;之后通过环境风险评估法中的等级尺度法,财务风险评估方法中的单一指标法、Z 模型法来评估并购中所遇到的相关风险程度;最后结合光明集团在并购 TNUVA 案例中规避风险的做法,提出了我国乳制品企业防范跨国并购风险的对策建议。本文认为我国乳制品企业在跨国并购前期应当注重东道国的环境风险、乳制品相关行业标准;中期应当关注财务风险,做好充足财务准备,熟悉海外资产管理;后期则需要更加关注内部整合风险,如人员、文化、组织结构风险,以及经营整合风险,通过风险管理实现企业高速增长。

关键词: 光明集团 乳制品 跨国并购 风险分析

Abstract

Dairy products enterprise through international exploration, get more high-quality resources and technology, create more competitive advantage. At the same time, the cross-border m&a risk exists in the stages of dairy products enterprise merger and acquisition activity. Due to the lack of experience and the lack of risk management, cross-border merger and acquisition of dairy enterprises has a large risk, and it is necessary to achieve risk control through certain risk prevention measures.

This paper firstly sorts out the literature review of cross-border M&A, cross-border M&A risk and cross-border M&A of dairy industry, and divides the risk of cross-border M&A of dairy industry into three stages for research. Then, on the basis of the theory of enterprise growth and risk management, this paper takes the transnational merger and acquisition of TNUVA enterprise of Bright Group as a case to identify the risks generated by the merger and acquisition of Bright Group in the early, middle and late stages of this case. Through the environment risk assessment method of rating scales after scoring method and financial risk assessment method of the single index method, Z model method to assess encountered related degree of risk in m&a, finally combining the light group in mergers and acquisitions TNUVA risk-averse approach in

the case, to our country dairy products enterprise risk prevention of transnational m&a to enlightenment. This paper holds that risks run through the whole process of cross-border merger and acquisition of dairy enterprises. In the early stage of cross-border merger and acquisition, we should pay attention to the environmental risks of the host country and the relevant industry standards of dairy products. In the medium term, they should pay attention to financial risks, make adequate financial preparations, and be familiar with overseas asset management. In the later stage, more attention should be paid to internal integration risks, such as personnel, culture, organizational structure risks and operational integration risks, so as to realize rapid growth of enterprises through risk management.

Keywords: Bright Group; Dairy product; M&A; Risk analysis

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景、目的及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的及意义	2
1.2 研究思路和方法	3
1.2.1 研究思路	3
1.2.2 研究方法	3
1.3 研究的创新点与不足	4
1.3.1 可能的创新点	4
1.3.2 难点与不足	4
2 文献综述	5
2.1 跨国并购相关研究	5
2.1.1 跨国并购的定义	5
2.1.2 跨国并购的动因	5
2.2 跨国并购风险相关研究	6
2.2.1 跨国并购风险定义	6
2.2.2 跨国并购风险识别	7
2.2.3 跨国并购风险评估	8
2.3 乳制品行业跨国并购研究	10
2.3.1 乳制品行业跨国并购动因	10
2.3.2 乳制品行业跨国并购影响因素	10

2.3.3 乳制品行业跨国并购风险	10
2.4 文献述评	11
3 跨国并购理论要素与实践特点.....	13
3.1 跨国并购的理论要素	13
3.1.1 企业成长理论	13
3.1.2 风险管理理论	13
3.2 乳制品行业跨国并购现状	14
3.2.1 乳品业跨国并购起步较晚	14
3.2.2 乳品业跨国并购体量不大	15
3.2.3 乳品业跨国并购经验不足	16
3.3 乳制品行业跨国并购的特点	17
3.3.1 乳品业跨国并购动因特点	17
3.3.2 乳品业跨国并购风险特点	18
4 光明并购 TNUVA 情况分析.....	21
4.1 并购双方情况.....	21
4.1.1 光明集团情况.....	21
4.1.2 TNUVA 集团情况	23
4.2 并购动因.....	23
4.2.1 优质奶源供应	23
4.2.2 先进技术吸引	24
4.2.3 战略发展需要	24
4.3 并购过程	25
5 光明并购 TNUVA 风险分析.....	27
5.1 并购风险识别	27

5.1.1 并购前期	27
5.1.2 并购中期	32
5.1.3 并购后期	35
5.2 并购风险评估	38
5.2.1 环境风险评估	38
5.2.2 财务风险评估	40
6 风险防范措施	46
6.1 光明集团并购风险防范措施	46
6.1.1 并购前期	46
6.1.2 并购中期	47
6.1.3 并购后期	47
6.2 中国乳制品企业跨国并购风险防范启示	48
6.2.1 充分了解东道国投资环境	48
6.2.2 熟知东道国相关行业标准	49
6.2.3 做好充足财务准备，熟悉海外资产管理	49
6.2.4 后期进行国际化整合	50
6.2.5 组建跨国并购团队	50
6.3 结论	50
参考文献	52
后 记	56

1 绪论

1.1 研究背景、目的及意义

1.1.1 研究背景

(1) 跨国并购已经成为中国企业国际化的重要方式

企业通过跨国并购完成对外投资，同时也通过跨国并购找寻资源、寻求技术和市场。全球跨国并购约开始于 20 世纪 50 年代，中国企业相较于外国企业来说开始的较晚，是以 1984 年中银和华润集团的香港并购为标志的。2018 年中国对外投资流出量为 1300 亿美元，排名世界第三。2019 年对外直接投资总额相比 2018 年有所下滑。其中，2018 年中国企业海外并购额 987 亿美元，2019 年海外并购总额 686 亿美元。随着“一带一路”战略的推进，“一带一路”沿线国家的丰富的资源以及我国和其他国家之间的投资促进策略吸引着我国企业的目光，越来越多的企业选择在“一带一路”沿线国家进行投资，2019 年我国对“一带一路”国家投资额占我国对外投资总额 16%。

(2) 中以经贸往来密切，且以色列为乳业发达国家

以色列作为“一带一路”沿线的中东国家，1992 年与我国建立外交关系。2013 年 5 月我国与以色列建立了经济合作机制，2017 年双方建立了创新全面伙伴关系，2018 年制定《中以创新合作行动计划（2018-2021）》，2019 年“走向以色列”中以跨境投资高峰论坛在济南召开，两国投资往来日益密切。我国借助“一带一路”战略东风，与以色列之间开展多类项目合作，经贸投资活动在多种领域得以开展。近年来，我国已经在以色列进行了 138 项投资，其中跨国并购项目有 17 个。

同时，以色列受自身农业资源限制，重视农业科技的发展，其畜牧养殖科技位于世界前列，单头奶牛年产量也位居世界第一。而科技落后正是我国乳制品企业的缺点，为了追求更加先进的技术、整合内外部资源，我国乳制品企业开始开展跨国并购活动。以色列拥有先进的乳业相关技术，与我国又有密切的贸易往来关系，是我国乳制品企业跨国并购的优先选择。

(3) 乳制品业的跨国并购风险较大

乳制品行业跨国并购不同于其他行业，存在其特殊性。首先，乳制品行业跨国并购地域特殊，集中于全球黄金奶源带以及农牧技术先进的国家，例如英国、澳大利亚、以色列等，虽都和我国有着良好的贸易往来关系，但是政治因素影响不可避免，政治风险较大。其次，各国食品安全标准以及投资政策存在差异，这给乳制品企业跨国并购带来了较大的法律风险。同时，跨国并购加重乳制品企业财务风险。最后，各国消费者产品的需求不同使得乳制品企业经营整合困难，文化需求、组织架构的不同导致企业内部整合困难。

(4) 光明集团为行业跨国并购先锋

光明食品集团（以下简称：光明集团）乳制品相关业务的经营由其旗下子公司光明乳业负责。为了在乳制品行业竞争中占据有利位置，光明集团开始进行跨国并购活动。2010 年其子公司光明乳业作为中国乳制品企业，首次进行跨国并购活动，并购新西兰新莱特乳品公司，该次并购也为中国乳制品企业走出国门开创了先河。2015 年光明集团再次出手，借助“一带一路”的契机，对以色列企业 TNUVA 进行并购，此次并购是中国乳制品行业历史上规模最大的跨国并购。光明此前有过多项跨国并购失败经验，而此次地域陌生加大了光明集团并购风险的同时，并购规模巨大又增大了财务风险，在并购完成之后整合又充满未知，但是光明都通过相应措施，有效防范了相关风险，为我国其他乳制品企业开展跨国并购奠定了基础。

1.1.2 研究目的及意义

(1) 研究目的

本文通过研究光明集团并购 TNUVA 案例，分析该案例中光明集团并购所遇到的风险，总结光明集团并购风险防范经验，目的是通过光明集团并购以色列乳制品巨头案例分析，为我国乳制品企业在之后的跨国并购实践中更好的进行风险识别，通过风险识别精准防范并购风险。

(2) 研究意义

当前阶段，乳制品行业跨国并购相关方面的研究尚且较少。本文在已有理论的基础上，去探究光明集团作为老牌乳企并购以色列企业 TNUVA 所遇到的风险，并且着重探讨并购前期所遇环境风险、并购中期财务风险以及并购后期的整合风

险。因此通过该案例给以乳制品企业跨国并购风险防范启示，可以认为是对乳制品行业跨国并购风险这领域内容的补充，具有理论意义。光明集团作为乳制品行业跨国并购的先行者，在并购 TNUVA 时又遇到了一系列乳制品企业在跨国并购中常遇的典型风险，之后通过自身风险防范成功并购，而我国乳企由于经验不足或是风险规避不充分，跨国并购经常遭遇失败。本文通过分析光明集团并购案例，对我国乳制品企业在实践中进行跨国并购风险规避提供一定的参考建议，有利于提升我国乳制品企业跨国并购的竞争力，具有现实意义。

1.2 研究思路和方法

1.2.1 研究思路

本文主体可以分为六个部分：

第一部分，介绍了选题的依据、研究目的和意义、论文主体框架，阐明论文可能的创新点和不足。

第二部分，对国内外对乳制品行业跨国并购风险的相关研究进行文献梳理。

第三部分，阐述本文的理论基础，总结我国乳制品行业跨国并购的风险特点。

第四部分，从并购双方介绍、并购动因、并购过程这三个方面对并购案例进行介绍。

第五部分，从并购过程入手，识别光明集团并购 TUNVA 该案例前期环境风险、并购中期财务风险和并购后期整合风险。之后再对三个时期的风险进行评估，利用等级尺度法评估前期环境风险大小，利用财务指标法和 Z 分数模型法来分析中后期财务风险，从侧面反映中后期整体风险大小。

第六部分，对光明集团的风险防范措施进行总结，之后再通过光明集团该并购案例对中国其他乳制品企业跨国并购风险防范给以启示。

1.2.2 研究方法

(1) 文献研究法：对国内外学者针对跨国并购风险相关方面的文献进行整理、归纳、总结。找出最适合运用的方法，再形成自己的研究体系。

(2) 案例研究法：本文选取了光明集团跨国并购 TNUVA 集团这个案例，想

通过对该案例的跨国并购风险防范措施来对我国乳制品企业跨国并购风险防范给以一定的启示。

(3) 实地考察法：通过走访光明集团门店，中国乳业博物馆了解中国乳业发展以及光明集团发展情况，为论文写作提供一定的数据和资料。

1.3 研究的创新点与不足

1.3.1 可能的创新点

现有研究中对于乳制品行业跨国并购风险的研究较少，本文以乳制品企业现有并购中涉及金额最大的案例——光明集团并购 TNUVA 为例，来探寻光明集团在此次跨国并购案例中所遇到的风险。在对该案例进行风险评估的时候，运用了环境风险等级尺度法、财务风险单一指标法与 Z 模型法相结合的方法，之后通过分析光明集团此次并购风险防范的结果对我国乳制品企业跨国并购风险防范给以启示。

1.3.2 难点与不足

本文写作的难点在于，未能通过更加深入的实地考察来更加准确的了解该次并购案例，对于风险识别方面存在主观性，风险评估过程中之运用了等级尺度法和 Z 模型评估方法，未能将各个并购阶段综合去评估风险。由于现存乳制品行业方面的文献较少，未能更加深入的去探究该行业跨国并购的特点，分析不够全面和透彻。

2 文献综述

2.1 跨国并购相关研究

2.1.1 跨国并购的定义

跨国并购的主体区别于国内并购，涉及两个或两个以上国家的企业，经济活动涉及国内外（廖运凤，2006）。跨国并购本质上是一种行为，是为了获得被并购企业的全部或者部分经营控制权，在此基础上跨国并购也是一种跨国界的产权交易行为（崔亚娜，1996；约瑟夫·克拉林格，2000）、股权让渡行为（联合国贸发会）。也有学者对控制权设定了一定的范围，认为只有在拥有控制权在一定的范围内才可以被认为是跨国并购（国际货币基金组织），现有研究一般采用10%作为标准（联合国贸发会）。

2.1.2 跨国并购的动因

最早开始研究跨国并购动因的也是国外学者，外国学者对跨国并购动因更多研究的是单个理论，例如交易成本论、协同效应、规模经济、市场势力、技术优势、效率理论等等，为之后的跨国并购动因研究奠定了基础。之后较多国内外学者通过研究发现跨国并购的主要动因是寻求市场、寻求技术和寻求资源。Comanor（1967）提出了市场势力理论，认为企业可以对上下游企业进行并购，从而垄断市场。Vermeulen、Barkema（2001）认为技术可以为企业带来竞争优势，从而使得企业的核心竞争力得到提升。

国内外学者早期对于跨国并购动因的研究大都是通过案例来进行分析（于桂琴，2006；宋亚非，2006；黄炎，2011；吴先明、苏志文，2014）。跨国并购过程中存在着许多动因，除了资源、市场和技术动因这三个主要动因，还存在着资金、效率、策略等动因（于桂琴，2006）。跨国并购可以让企业获得自身所需要的资源，除了众所周知的先天的自然资源，企业也可以通过跨国并购获取东道国企业后天的人力资源和产业配套能力资源（宋亚非，2006），和外国企业相比我国企业更加倾向于获取资金和基础性的资源（黄炎，2011）。这些资源可以弥补

企业的不足之处，很大程度的体现企业的价值观（Ping Deng，2009）。企业可以通过跨国并购获得的资源来构建自己的资源网络，与此同时全球的经济资源也可以通过全球并购网络的构建来实现全球经济资源的重组和优化配置（郭毅、郝帅，2018）。技术可以为一个企业带来竞争优势，若一个企业拥有较其他企业更加先进的技术，那么就可以在行业当中更好的生存。我国企业技术发展相对于外国企业较慢，这也让我国企业作为后发企业，在跨国并购时更加注重核心技术的获取（黄炎，2011），主要选取技术较强的发达国家来进行技术追赶，之后在此基础上再形成自身的技术优势（吴先明、苏志文，2014）。企业只有将市场做大，才能更好的去实现规模经济，而跨国并购也是企业进一步开拓国外市场的途径之一，企业可以通过跨国并购来实现全球化战略，从而不断的去自身完善供应链，打造全球产业链。例如外国企业对我国企业进行跨国并购很大程度就是出于我国在亚洲市场的地位考虑（宋亚非，2006），但是我国企业跨国并购在初期市场导向不如外国企业明显（黄炎，2011）。

企业的跨国并购动因会不会受企业内部因素或者是宏观外部因素影响呢？近年来，国内外学者都开始用实证研究的方法去探究跨国动因的影响因素。结果发现，企业的规模和资产水平（宋林、彬彬，2016）、企业跨国并购的投资规模（刘青、陶攀，2017）、母国和东道国技术差异（Li、Chang，2014）、母国和东道国产业集中度差异（Chakrabarti、Yi-Ting Hsieh，2017）等因素都会影响企业跨国并购的动因，在不同的影响因素共同作用下，企业会在寻求市场、资源、技术有一定的选择倾向。

2.2 跨国并购风险相关研究

2.2.1 跨国并购风险定义

武井勋（1983）提出并购风险是相对的，由于特定的环境和自然存在而让企业发生损失。在此之前，其也提出并购风险可以理解为是并购收益的不确定性，由于企业预估收益和实际收益之间的偏差，并购风险由此产生。Healy（1992）认为企业并购风险就是企业没有并购成功，由此对企业造成损失的可能性，例如市场价值受损或者管理费用的增加。李晓红（2011）提出跨国并购风险就是企业

在跨国并购当中产生的各种不确定因素。

2.2.2 跨国并购风险识别

跨国并购风险识别可以看作为是对跨国并购过程当中风险的分类。国外学者对风险识别的研究较少，一般都是针对单个风险来进行评价。而跨国并购过程当中遇到的风险种类繁多，国内学者对于跨国并购过程中面临的主要风险观点也不同。

早些时期对于跨国并购风险识别方面的研究，大部分学者都是通过过程的划分来判断每个阶段不同的风险，一般会将整个并购过程分为三个部分，并购前期、中期、后期。在企业开始并购之前，企业会面临怎样选择被并购企业的决策风险（徐振东，2000；陈振成，2006）其中也包括了被并购所在国的宏观环境（王中华，2001）、东道国的法律风险（马昀，2008；徐振东，2000）、被并购企业的品牌选择（王良燕、孙蔚，2005）等，而也只有企业选择正确了才会有更加大的发展潜力，产生一加一大于二的效果。在企业并购中期，进入到洽谈主要内容或者是支付融资的环节，在这个过程当中就要注意对于股权的掌握而产生的风险（王中华，2001），若股权分配不均也会对之后效益创造产生影响，同时也要注意融资风险（徐振东，2000；叶建木、王洪运，2004）和财务风险（陈振成，2006），若此时因为融资困难或者是财务困难都可能导致并购失败。在并购后期，遇到的风险主要有整合风险，但是也存在着许多其他的风险，在整合完成之后，企业要考虑经营是否良好，因此也会面临经营风险（王良燕、孙蔚，2005；陈振成，2006）。在此阶段，叶建木、王洪运（2004）将跨国并购风险和跨国并购的决策过程相结合，构建了跨国并购的风险链。认为跨国并购主要有三个风险，居于链首的并购决策风险、链身的融资风险以及链尾的并购整合风险。而其中最重要的就是并购决策风险，只有灵活有效的把握了决策过程，才能更好的控制整个跨国并购过程中的风险。

还有学者从内外部或者宏微观的角度来识别跨国并购风险，内外部风险的划分主要是外部环境风险和企业内部自身的风险（李晓红，2011；隋敏、赵学强，2005）。而外部环境风险也可以理解为是宏观风险，企业内部自身风险则是微观风险，有学者认为宏观风险主要是国家风险（王永綦，2015）。也有学者从宏微

观角度例来分析单个风险，许晶晶、何晖等（2009）将单个风险从宏微观来分析，认为政治风险中包括宏观政治风险和微观政治风险，宏观政治风险和微观政治风险的差别就在于是否是针对单个企业所采取的限制措施。同时，黄海峰、申运峰（2006）提出宏观风险也可以认为是全局性因素引起的系统风险，微观风险即为非全局性因素引起的非系统性风险，非系统性风险因企业而异，不同的企业在跨国并购时面临着不同的非系统性风险。

除了前期学者研究集中在划分阶段或者角度识别风险，之后还有学者将跨国并购风险与所在时代相结合，总结出了当时我国企业跨国并购所面临的风险。向平、孔杰（2008）分析了当时中国企业跨国并购的现状特点。认为在当时国有企业为主要跨国并购企业的情况下，面临的主要风险有三个：国际政治风险、企业规模和公司治理风险以及市场风险。李梅玉、桑百川（2010）分析了在后金融危机时代，我国企业海外并购的风险，认为在该时期我国企业海外并购成功率不高，这也和政治、法律、财务风险的上升有关，同时在并购之后的经营管理整合风险仍然不可小觑。王桂敏、李景芳（2010）将视角转向了民营企业，认为在民营企业跨国并购过程当中也存在着主要的风险。首先，民营企业对于跨国并购的认识不够深层次，仅仅将视野局限在品牌或者公司的好坏，这会给跨国并购带来一定的风险；其次，对目标企业以及目标企业所在国缺乏科学的评估，这也让并购失败的可能性加大；最后，对并购企业及其所在国情况也缺乏客观的分析评估。

2.2.3 跨国并购风险评估

国内外学者对于跨国并购风险评估采用的方法一般都是定性和定量相结合。第一种是针对跨国并购单个风险的评估方法。从目前的研究来看，针对对外投资环境风险评估方法和财务风险评估方法方面的较多。而跨国并购作为对外直接投资的一种方式，对外投资环境风险评估的方法实际上对于跨国并购中环境风险的评估方法也适用。Isiah A Litvak、Peter M Banting（1968）提出冷热比较分析法，把投资环境分成七大因素，再对七大因素的冷热程度进行分析，程度越高影响投资则评定为冷因素，若程度越高越鼓励投资则评定为热因素，从而来判定东道国投资环境的优劣。Robert Stobaugh（1969）创建了等级尺度法，将投资环境的影响因素概括为八个因素，之后对于不同的影响因素赋予不同的分值，分值与投资环

境呈正向变动关系。闵建蜀（1987）在等级尺度法的基础上提出了闵氏多因素评价法，他将影响投资环境的因素扩展成了十一大类，其中每一个大类下面又有几个子因素，对每个子因素做出优、良、中、可、差的判断，最后按照各自因素的权重和被评判为优、良、中、可、差的权重计算出总分，分值随投资环境改变而改变，二者呈正向变动的关系。道氏化学公司（1985）不仅仅指出了投资环境评定的多种因素，在国外投资环境风险的基础上又增加了企业的竞争风险，分成两个部分列举了四十多个因素，并且对未来的情况进行了预测，最终让企业可以提出四个方案作为选择，实现了评估的动态过程。对于财务风险的评估，除了使用传统的单个财务指标预测以外，国内外学者也探寻除了结合几个财务指标来预测整体财务风险的预警模型。Altman（1968）设计出了破产预测模型 Z 模型，才模型通过选取了五个财务比率然后对不同的财务比率给予相应的权重，从而可以计算出一个公司总体的财务风险分。周首华、杨济华等（1996）对于 Z 模型进行了改进，提出了 F 分数模型，对于最佳风险预测的时间由 F 模型的两年增加到了五年。邢精平（2006）认为 Z 模型可能不适合我国企业使用来判断是否存在财务危机，在此基础上提出了 logistic 预测模型。

第二种主要是通过建立相应的评价指标体系，从整体出发更加客观的分析跨国并购的风险。Saaty（1970）首次提出了层次分析法，通过将目标系统的分层来决定优劣次序。颜晓晖（2007）运用灰色关联评价法和模糊综合评价的方法来对我国某集团跨国并购的四种方案的投资风险做评估，经过比较之后发现灰色关联评价法比模糊综合评价法更加客观，吸收了其优点并且弥补了其缺点。位春苗（2015）运用突变级数的方法来评价我国某汽车企业的四个跨国并购目标，从财务、政治、文化、知识产权风险来选择最佳目标。郑冰洁（2019）利用模糊层次分析法对我国某企业跨国并购整个过程的法律风险进行了评估，从国别、行业、并购方式、主营业务、采购以及销售行为、发生地风险出发，比较了四种并购方案风险可能性，从中选取最优方案。

2.3 乳制品行业跨国并购研究

2.3.1 乳制品行业跨国并购动因

毛文娟、何柳、焦聪佳（2014）以质量安全为视角，分析我国乳制品企业跨国并购事件的动因，认为主要动因有协同发展、寻找优质奶源、权衡利益驱动这几点。邓琳（2018）研究光明集团并购新莱特乳业案例认为光明集团主要目的是为了获得海外融资，通过海外融资实现海外上市，从而提高两个企业的财务协同能力。李佳欣（2019）从“一带一路”背景入手，分析光明集团并购 TNUVA 集团的动机，认为除寻找优质奶源、获得技术优势、企业国际化战略需要以外，还包括了响应国家发展战略这一点。

2.3.2 乳制品行业跨国并购影响因素

由于我国乳制品企业跨国并购经验不足，因此跨国并购结果不尽人意，有学者从跨国并购成功与否入手，研究影响乳制品企业跨国并购结果的因素。詹叶（2013）从国家、行业、企业三个角度出发来分析影响跨国并购的因素，之后再以光明集团跨国并购法国优诺集团失败为例分析原因，认为行业因素主要是我国乳制品行业国际信任度不高、我国乳制品市场中高端需求的不稳定。黄金第（2014）以光明集团为例，从宏观和微观出发来分析我国乳制品企业海外并购成功的因素。王婉婷（2019）分析光明乳业两次跨国并购时间的并购绩效以及跨国并购绩效的影响因素，认为跨国并购新莱特乳业对于光明集团的 EVA 值上升做出的贡献比 TNUVA 更加明显。徐靖（2019）从企业自身能力入手，以光明集团为例，认为企业动态能力会一定程度影响并购结果，我国乳制品企业应当提高自身识别能力和重构能力，从而提高海外并购绩效。王威、万志敏、王婉婷（2020）研究光明乳业并购案例认为准确评估目标企业价值、并购融资方式选择、并购相关信息披露质量直接影响跨国并购市场效应。

2.3.3 乳制品行业跨国并购风险

跨国并购成功与否也离不开并购过程中的风险防范，有学者从乳制品企业跨

国并购风险入手，为我国其他乳制品企业提供风险防范启示。大部分学者认为财务风险在乳制品跨国并购中是主要风险。刘柏灵（2014）以光明食品并购英国维他麦为例，选择财务风险中的融资风险进行研究，从宏微观角度分析认为我国企业应当以国际基本市场为鉴，充分发挥中介金融机构的作用，选择适合自身的跨国并购融资方式。褚静（2014）以蒙牛集团为例，分析指出我国乳制品企业应当采用组合融资的方式进行融资。肖培浩（2016）通过分析海普凯诺案例，认为跨国并购开始之前企业的价值评估十分重要，企业在并购开始之前进行价值评估，从而为跨国并购提供参考。黄思哲（2016）以“一带一路”战略为背景，研究光明乳业跨国并购案例中的财务风险，认为乳制品企业适当防范跨国并购财务风险，可以维持长期可持续性经营。

除了财务风险，也有学者关注到了乳制品企业在跨国并购中可能产生的文化风险、国家风险等。文珍珠（2016）以澳优乳业为例，研究该案例中的跨文化冲突，认为减少跨文化交易成本是关键。张海（2016）以恒大集团并购新西兰哇哇熊乳业为例，认为企业考虑并购事件的时间越长，则政府违约事件类似国家风险发生的概率就越大。

2.4 文献述评

跨国并购在使乳制品企业跨国获取异国企业控制权的同时，也成为了其寻求资源、市场、技术的途径。企业可以通过跨国并购来寻求自身发展的稀缺资源；也可以拓展自身的国际市场从而更好的实施国际化战略，进一步提升品牌的国际知名度和认可度；也可以通过引进国外企业相关先进的技术，进行技术创新，走在行业前列。

随着跨国并购进程的推进，各种不确定因素产生，实施结果与预期之间的差异，使得跨国并购风险由此产生。跨国并购风险存在于企业跨国并购的整个过程当中，因此跨国并购风险的识别显得非常重要。当前较多的中国学者对于跨国并购风险的识别是通过对于跨国并购整个过程划分来识别的，一般分为三个时期，即并购前期、并购中期和并购后期。而在三个时期当中又各自存在着不同的风险，这需根据案例来具体情况具体分析。现如今较多学者会运用层次分析法和模糊综合评价的方法来构建针对整个跨国并购过程的评价体系，但是针对单个风险的方

法仍然不可忽略，例如财务风险的评价方法，可以更加直观的看出一个企业的经营状态，这类方法未必不是行之有效的。

我国乳制品行业相关跨国并购的文章还较少，大多停留在并购绩效或者是并购成功与否上面，从已有的文献中，大部分学者分析得出，我国乳制品企业并购动因主要是寻找优质奶源、获取先进技术、企业国际化战略需要。乳制品企业跨国并购风险方面的研究，大都是关于财务风险的研究，单单分析财务风险，显然忽视了我国乳制品企业跨国并购过程中存在的投资环境风险、行业标准风险、后期整合风险、市场风险等。因此本文将乳制品企业跨国并购风险与风险过程识别相结合，针对案例尽可能较多的分析相关风险。

本文选取老牌乳企——光明集团，通过对光明集团跨国并购以色列 TNUVA 集团划阶段的风险分析，来了解光明集团在该案例中遇到了怎样的风险，并且通过等级尺度法以及财务指标法和 Z 模型法来判断风险程度的大小，通过光明集团在该种风险情况下采取的措施来给以我国其他乳制品企业跨国并购启示。

3 跨国并购理论要素与实践特点

3.1 跨国并购的理论要素

3.1.1 企业成长理论

企业成长理论最初是由美国经济学家潘罗斯提出的,该理论强调企业内部资源与企业成长之间双向的影响。企业掌握的剩余资源促使企业通过跨国并购以及其他方式来进行扩张,从而进一步扩大企业的规模,实现企业成长,而企业成长也促使他们去追寻更多的内外部资源。之后学者在该理论的基础上又提出了资源基础理论,该理论的核心强调企业掌握其他企业没有的资源,对资源进行创新从而将该资源变成自身的竞争优势。

无论是企业成长理论还是资源基础理论,都强调企业生存的最终目标是企业成长。跨国并购作为企业规模扩张的一种方式,可以让企业获取被并购企业的技术、市场等资源,在此基础上再进行资源的整合,加以利用形成自身的竞争优势,促使企业的成长。

3.1.2 风险管理理论

风险管理理论将风险管理分为三个步骤,即为风险识别、风险评估和风险控制。首先,从风险识别开始,识别出项目在不同阶段存在着什么样的风险,每个项目面临的风险侧重点不同,只有精准识别风险,之后的风险评估和控制才会变得更加有效。完成风险识别之后,对特有的风险进行风险评估,针对不同的案例以及不同的风险找对正确的评估方法,例如投资环境风险的评估方法就有很多,不一定要用项目整体风险评估的方法去评判。在知晓风险程度后,就可以采取一些措施有效的来控制 and 防范这些风险。

跨国并购作为企业开展国际化战略的一种方式,面临众多的风险。常见风险有东道国的投资环境风险、企业自身的财务风险、后期两个企业的整合风险。企业可以通过识别风险、风险评估更好地进行风险防范和控制,为企业成长提供动力。

3.2 乳制品行业跨国并购现状

3.2.1 乳品业跨国并购起步较晚

我国最早的跨国并购开始于电子行业。2019 年我国跨国并购流量位居世界第二，与 2018 年相比跨国并购总额同比下降 31%。如图 3.1 所示，按交易金额看跨国并购集中于新兴产业、消费品以及电力和公用事业行业。按交易数量看排名前三的行业为新兴产业、先进制造和运输业以及消费品行业。先期的跨国并购浪潮主要集中爆发于资金支撑雄厚的国企中，行业集中于制造业，更多面向低附加值产业；而现期的跨国并购逐渐开始转移至民营企业，逐渐发展面向其他行业，同时也慢慢向高附加值产业转移。

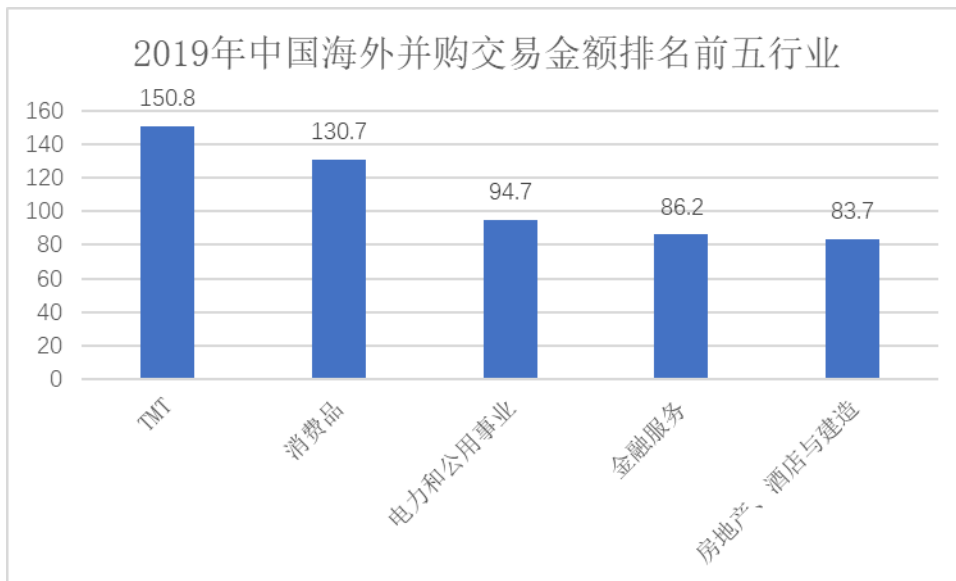


图 3.1 2019 年中国海外并购交易金额排名前五行业

数据来源：前瞻产业研究所

乳品业作为消费品行业中的一员，跨国并购开始于 2010 年，而在 2010 年我国服务业的对外直接投资额已经上升到第一，可见乳制品行业和其他行业相比跨国并购的起步还是较晚的。消费者对我国乳制品企业信心不高，使得乳制品行业陷入发展的低谷，2012 年我国乳制品销售额为 2500 亿元，增长率仅为 8%。如图 3.2 所示，2009 年以后，我国奶粉进口量超过出口量，呈现出贸易逆差扩大的情

况。外国乳制品越来越受国内消费者青睐，我国乳制品企业国内市场份额减少，国外市场开拓困难，使得乳制品行业开始探寻国际化道路。

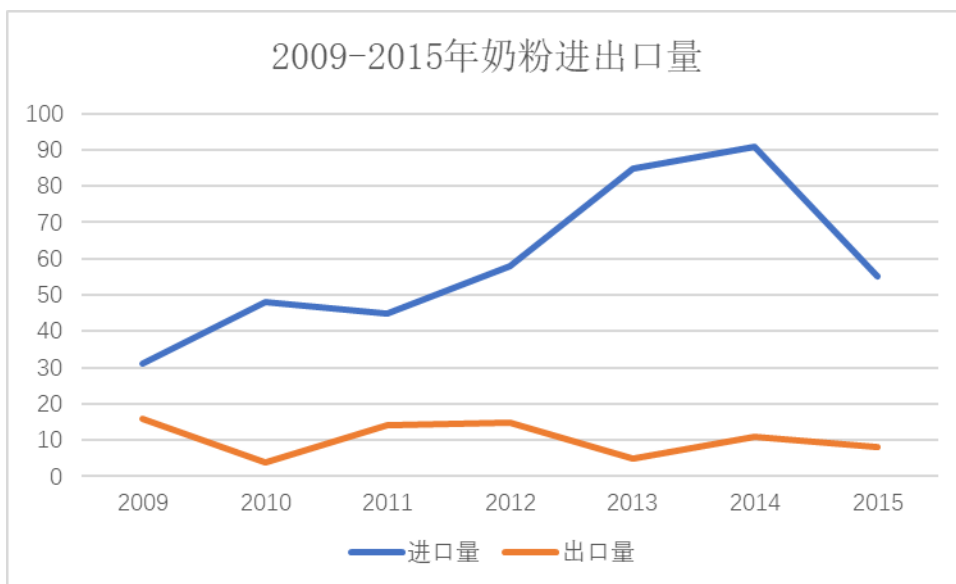


图 3.2 2009-2015 年中国奶粉进出口量（单位：万吨）

数据来源：Wind 数据库

3.2.2 乳品业跨国并购体量不大

乳制品行业跨国并购的体量和与其他行业相比并不大。当前亚健康现象严重，人们健康意识的提高使得乳制品企业选择国外保健品企业进行并购，新希望、澳优乳业、三元股份等企业都曾先后收购营养品企业。与此同时，跨国并购乳制品企业的难度比保健品企业更大，存在产品标准、国家政策导向以及原料价格等因素影响，双向型的乳制品企业并购更是少之又少，如图 3.1 所示，近年来我国双向型乳制品企业跨国并购仅为 6 例。

就国内乳制品企业而言，跨国并购主要集中在伊利乳业、蒙牛乳业和光明乳业这三个公司，作为行业内市场份额最多的三个公司，并购频率和金额远不如其他行业公司。这也与乳制品行业的发展有关，乳制品行业近年来竞争激烈，传统的奶产品市场接近饱和，已经不能满足消费者的需求，只有通过不断地推陈出新，才可以吸引消费者的目光。国外乳制品企业普遍创新能力比我国企业强，产品口碑也普遍较好，国外乳制品原料价格低廉，乳制品在国外属于输出型贸易产品，

这给我国企业提供了更多的跨国并购机会。但是乳制品企业跨国并购目的明确，都是为了寻求优质奶源和创新能力，很少会有企业把被并购公司完全买下变为自己的子公司，同时乳制品企业自身资金压力大，因此这也使得我国乳制品企业并购体量不大。

表 3.1 我国乳制品企业并购案例

并购完成时间	并购方	被并购方	并购金额
2010.7	光明乳业	新西兰 Synlait Milk	21.7 亿美元
2011.7	澳优乳业	荷兰海普凯诺公司	1600 万欧元
2013.7	蒙牛乳业	雅士利	98 亿人民币
2015.3	光明集团	以色列 Tunva 公司	153 亿人民币
2019.4	伊利集团	泰国 CHOMTHANA 公司	5.16 亿人民币
2019.8	伊利集团	新西兰 Westland 公司	11.3 亿人民币

资料来源：笔者根据公开资料整理

3.2.3 乳品业跨国并购经验不足

跨国并购经验对于跨国并购企业来说尤为重要，若该企业跨国并购经验丰富，就会清晰的规划整个跨国并购过程，并且制定合理方案。如有经验的企业选择跨国并购对象，会更加充分的考虑被并购对象的市场规划以及长远发展目标。中国乳制品企业并购开始较晚，这使得乳制品企业并购方面经验不足，影响跨国并购结果。

以光明集团为例，在 2010 年至 2011 年间光明集团经历了三次并购失败，其中最典型的案例是 2011 年光明预高价收购全球第二大酸奶制造商法国优诺，但是最后却被通用磨坊以更低的价格收购。而这次失败的原因是优诺认为光明集团没有很大的国际影响力，和优诺的国际市场规划不符，通用磨坊是美国企业而美国是优诺的第一大市场，通用磨坊比光明集团更适合收购法国优诺。另一方面优诺的董事会中有奶农，通用磨坊在最后的竞拍方案中提出用优先分配权分配现金给奶农股东，这个符合通用磨坊领导者的利益，也给通用磨坊在竞争上获取了优势。可见在被并购企业的选择上面如何选择才最合适，高价不一定决定并购成功与否，还需要考虑被并购企业的需求，甚至是被并购企业领导者的需求。这就需要我国乳制品企业从以往案例中总结经验，避免在并购过程中因为同样状况而导

致利益受损。

3.3 乳制品行业跨国并购的特点

3.3.1 乳品业跨国并购动因特点

一是为了寻求乳业技术。乳制品行业有着自身的上下游产业链，每个乳制品企业都致力于不停的完善发展自身产业链。在产业链的上游，涉及农场生产技术、奶源控制；产业链中游，主要涉及生产加工技术；产业链下游，则涉及销售渠道的控制。食品安全事件的发生给中国的乳制品企业敲响了警钟，怎样才能在保证产品质量的同时降低相应的成本，这也成为了中国乳制品企业所面临的难题。跨国并购可以为中国的乳制品企业寻找外国先进的生产技术，通过对上游农场生产技术和中游加工生产技术的改进，在保证企业效益的同时生产出更多适合中国人民体质的乳制品。

二是为了寻求优质奶源。中国的牧场集中在黄金奶源带上，其中新疆和内蒙古的牧场居多。内蒙古和新疆的牧场环境优良，污染也较少，有着适合奶牛生存的优质条件。相较于国内而言，国外的农牧技术发达，又加上很多牧场都是私有，使得国外的乳制品企业生产成本会更低。消除了生产成本上面的疑虑，其奶源和乳制品的品质都会更高。同时，国外的环境标准更高，因此其污染更少，这也使得其奶源和奶乳制品的品质高于我国企业。

三是为了开拓国际市场。中国乳制品企业在国际上的知名度不高，再加上外国消费者对于中国商品的刻板印象，中国乳制品在国外很难受到消费者的青睐。而跨国并购可以让我国的乳制品企业在国际市场上有所表现，让更多的海外消费者认识中国品牌。这也使得企业实现了多元化经营，通过国际市场上的历练，增加多元化经营经验，进一步分散风险，提高抗风险能力。开拓国际市场使得中国品牌走出去的同时，也实现了外国品牌的引进来，引进了国际上先进的研发生产技术，增强了企业的竞争优势。

3.3.2 乳品业跨国并购风险特点

(1) 各国食品安全标准要求不同

不同国家对于食品相关行业标准不同，如乳制品中的体细胞数量平均值，这个指标反映了奶牛健康和牛奶的品质，国际常用的是美国、欧盟、加拿大三个国家的标准。美国的限量标准是 75 万个/ml，欧盟为 40 万个/ml，加拿大为 50 万个/ml。

如图 3.3 所示，中国 2015 年乳制品的体细胞平均值高达 39.7 万个/ml 之后逐年下降，2018 年有所上升，达到了 33.04 万个/ml，已经低于欧盟、美国和加拿大的标准。体细胞的平均值下降明显，体现了国家政策的进步以及我国乳制品企业技术的改进。虽然我国对于乳制品的优质标准没有明确设定，但是 2018 年开始已经有乳制品分级的提意发出，天津市已经对优级乳和特优级乳进行了标准设置，也有其他省市在进行乳制品标准设定。不过和欧美国家相比，我国在乳制品标准设定上还是有所欠缺，欧美国家早已对不同的乳制品原料乳有严格的等级规定，产品上有明确的等级标准，产品等级标准的不同在并购的时候也会对企业造成困难。除了行业等级标准之外，乳制品行业属于食品行业大类中，食品行业有不同的准入规则，这也给乳制品企业跨国并购带来了风险。

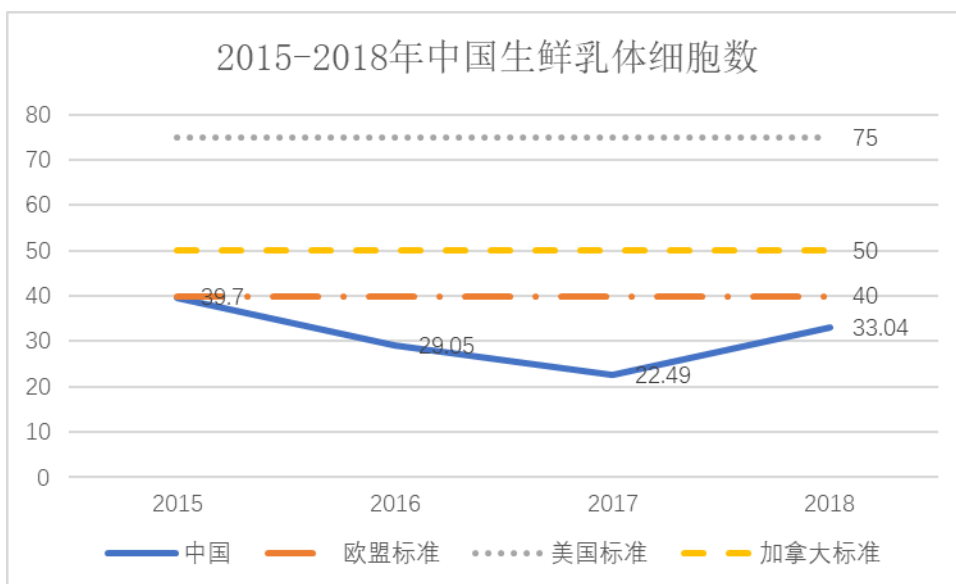


图 3.3 2015-2018 年中国生鲜乳体细胞数（单位：万个/毫升）

数据来源：光明乳业社会责任报告

(2) 乳企融资增大财务风险

跨国并购可以让企业获取资源，而资源的整合一定程度上可以降低企业生产的成本，我国乳制品企业通过跨国并购来实现规模经济。另一方面，依托乳制品行业独特的产业链，无论是在上游的农牧技术，还是中游的生产加工技术，外国乳制品企业都比中国的乳制品企业走的更快，跨国并购可以帮助我国老牌乳制品企业改良产品，进一步提升自主创新能力，在国内市场站稳脚跟，同时老牌企业相对于小型企业来说资金实力更加雄厚，因此老牌乳企近年跨国并购势头更足。但是，小型乳制品企业层出不穷，提供的产品新颖有特点，攻占乳制品市场，这使得老牌企业生存困难营收情况不好。

从表 3.2 中可以看出，我国乳制品排名前三的企业 2019 年营业收入与利润总额，可以看出光明乳业虽然排名第三，但是营业收入与利润总额与前两名还是有很大差距，且排名前两名的企业在我国五百强中排名也不高。收支状态不良使得乳企不得不在跨国并购时使用适当的融资手段来实现资金周转，全杠杆工资、银团融资、境外贷款等降低融资成本的方式，一定程度也会加重企业的负债压力，影响企业后续发展，加大企业财务风险。

表 3.2 2019 年中国三大乳制品企业发展状况

企业	营业收入（百万元）	利润总额（百万元）	中国五百强中排名
光明乳业	22563.24	498.41	413
蒙牛乳业	79029.86	4105.44	129
伊利集团	90223.08	6933.76	113

(3) 后期内部整合困难

除了跨国并购前期和中期面临的风险，在并购完成后企业内部还存在着各种整合问题，例如并购企业和被并购企业之间的文化整合、组织结构整合、人员整合等等，两个企业之间只有互相融合，才可以更好的呈现出并购成效，若两个企业貌合神离，那并购只能以失败告终。

我国乳制品企业跨国并购对象大都位于欧美和大洋洲国家，这些国家原料成本较低且乳业发展较好。该类国家都处于西方文化区，在企业管理上也是以西方价值观念为主，强调个人主义、实施制度化管理、更加重视顾客；我国企业管理更加追求集体主义、重视“人治”，这也使得我国乳企并购后期的整合不易。以

光明集团为例，在光明集团为数不多的成功案例中，由于不同的企业文化难以相融，不同管理团队的目标不同，使得光明集团迟迟未能进行人员和团队的国际化深度整合。这也对光明集团在当地的营销目标设定、公司管理等方面产生了很大的影响。其次，企业内部存在着高层人员变动频繁、组织结构变化以及内部资产划分不明的问题，这些问题都给后期整合带来了困难。

(4) 后期经营整合困难

国别差异使得我国乳制品企业需要考虑当地消费者消费倾向，这给企业后期的经营整合带来了一定的风险。国别差异存在的同时，还需考虑民族差异，不同民族的对于乳制品的消费需求也不同，如中东国家就是多民族国家，其对消费商品有着特殊的需求，而作为外国品牌并购其本土品牌，能否被当地消费者接纳，存在未知数。

乳制品消费需求的变化，给企业日后经营业务调整带来了更大的变数。近年来部分国家地区对低糖、低脂健康食品的需求不断上升，各国纷纷推出健康食品相关政策。以植物为基础的素食乳制品，其作为乳制品替代品的需求也逐渐上升，越来越受到当地消费者的青睐。同时，其附加产品，例如植物性乳制品甜点，也在逐渐受到推广，虽然还停留在起步阶段，但是未来也会受到消费者的进一步喜爱。这就要求乳制品企业不断调整产品，提高市场灵敏度，防止产生较大经营风险。

4 光明并购 TNUVA 情况分析

4.1 并购双方情况

4.1.1 光明集团情况

光明集团最初成立于 1950 年，是上海的一家综合食品产业集团。光明集团始终将生产安全、优质、健康的食品作为标杆，立志打造面向世界的跨国食品产业集团。其拥有 20 家子公司，子公司涉及糖业、水产业等多种食品相关行业。

光明乳业作为光明集团的子公司，其乳业业务开始于 1911 年，至今已有一百多年的历史。1996 年光明集团成立了光明乳业有限公司，主要管理集团的乳制品业务。发展至今，光明乳业已经有了三大产业布局，分别是乳业、牧业、冷链物流。光明乳业立志于创新，在品质上带给消费者更好的体验。近年来，伊利集团和蒙牛乳业独占乳制品市场鳌头，新希望、科迪等作为乳制品行业的新企业初露锋芒，光明乳业内部又经历多次重组，光明乳业主要经济指标如表 4.1 所示，净利润和营业收入等方面表现不佳。但是光明乳业坚持走自己的国际化道路，通过并购创新来打造自身“1+2”全产业链发展模式，形成自身特色，依旧是乳制品行业中的领头企业。

表 4.1 光明集团财务状况

单位：元

	2016	2017	2018	2019
营业收入	20,206,750,930	22,022,553,262	20,985,560,398	22,563,236,819
营业利润	975,513,150	1,103,843,345	878,500,774	1,135,172,138
总资产	10,358,209,150	16,911,526,315	17,933,759,421	17,637,106,805
净利润	675,261,476	819,060,857	526,594,000	682,452,363
所有者权益	6,159,945,278	6,770,119,780	6,784,812,952	5,227,844,553

数据来源：光明乳业 2016-2019 年年报

如表 4.2 所示，光明集团致力于国际化发展的道路，其频繁开展跨国并购也是出于战略需要，跨国并购的主要对象是国外的食品企业，涉及乳制品行业、渔业、农业等多个行业。在乳制品业务方面，光明乳业开创了国际化创新体系，推动光明全产业链的科技和产品创新。如图 4.1 所示，体系中包括了光明集团控股

以及战略合作的企业和高校，TNUVA 就包括于其中。创新体系的构建主要是围绕三个中心展开，分别为欧洲联合中心、大洋洲产品创新中心以及中美联合中心，其中中美联合中心尚在洽谈中，欧洲联合中心包括了荷兰、保加利亚、以色列这三个国家相关业务的拓展，大洋洲产品创新中心包括了澳大利亚和新西兰这两个国家相关业务的开展。

表 4.2 光明集团跨国并购情况

并购时间	并购对象
2010	新西兰新莱特乳业
2011	澳大利亚马纳森食品集团
2012	法国葡萄酒经销商 Diva 公司
2012	英国维多麦
2014	阿根廷奥特玛渔业公司
2014	意大利 Salov 集团
2015	以色列 TNUVA 集团
2015	伊比利亚集成食品集团
2016	新西兰银蕨农场有限公司
2016	西班牙 ALBO 公司

资料来源：笔者根据公开资料整理

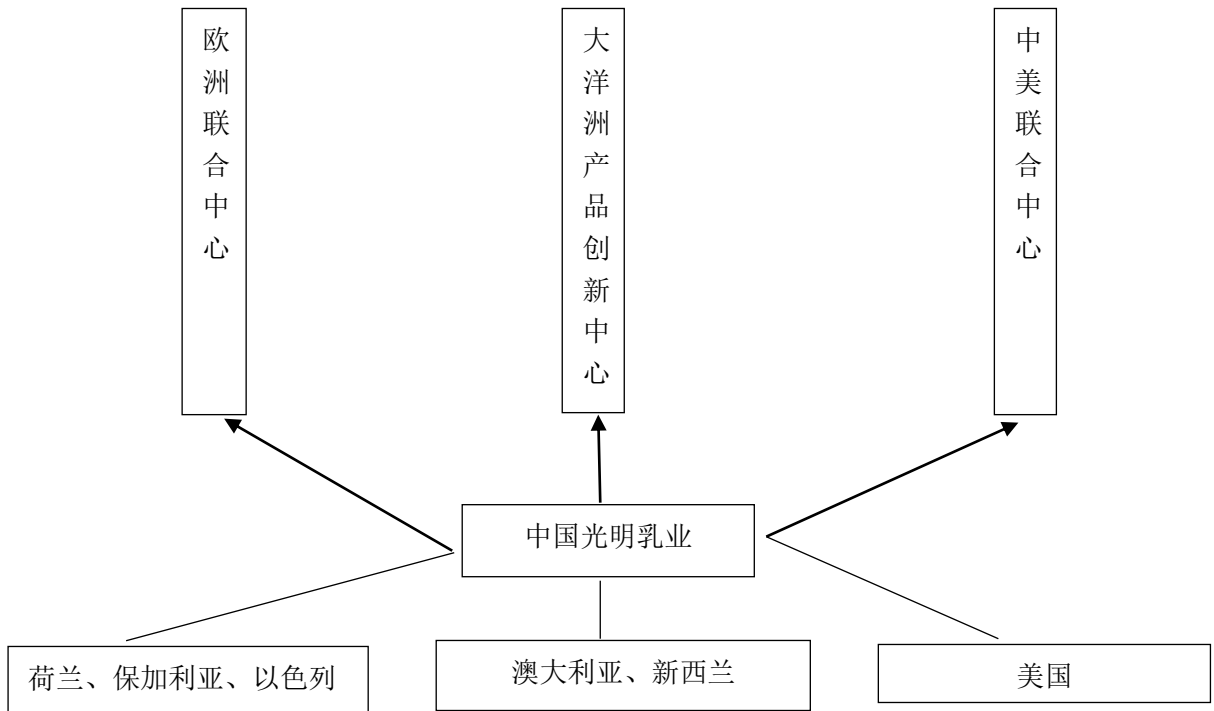


图 4.1 光明乳业全球创新体系图

4.1.2 TNUVA 集团情况

TNUVA 集团成立于 1926 年，是现今以色列最大的乳制品公司，同时也是以色列最大的食品公司，是以色列七大食品品牌之一。其年销售额高达 17 亿美元，乳制品销售额占其整体销售额的 69%，占以色列本土乳制品市场份额约为 70%，其产品除了在以色列内部较为畅销，在欧美州、中东也较受欢迎。并购开展时 TNUVA 集团正瞄准美国市场，并成立子公司，之后也有意加快该市场开拓速度。

TNUVA 曾遭受的反垄断抗议，导致其营业收入下滑，从 2008 年开始到光明集团并购前夕，TNUVA 的市值下滑了约 2 亿美元。由于其股权结构较为复杂，股东之间也是矛盾不断，这给光明集团并购带来了机会。但不可否认的是，TNUVA 具有强大的研发能力，在过去两年时间内，TNUVA 集团产品创新超过 150 个品类，多次被“超级品牌”协会评为“以色列最具创新力的企业”，TNUVA 拥有以色列最大、最先进的产品研发中心。

4.2 并购动因

4.2.1 优质奶源供应

当今消费者对于产品品质的要求逐渐变高，生产优质乳品成为了乳制品企业追求的目标，因此乳制品企业之间的竞争也变成了对优质奶源的争夺。2015 年上半年，在国内经济下行趋势明显的情况下，国内乳品消费增幅也比上年有所下降。同年 10 月 1 日起《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法(试行)》正式实施，这也对国内乳制品企业在产品品质上要求更高。而我国奶牛饲养行业开始较晚，奶牛饲养技术方面的不足，造成了优质奶源的供给短缺。

乳清粉作为婴幼儿奶粉的原料，是奶酪加工过程当中生产出来的附属产品，我国奶酪市场和奶酪生产技术发展的不完全，使得国内乳制品企业只能向海外企业寻求原料。在奶源供应上，国外企业更加充足，且有稳定的技术作为保障。TNUVA 则拥有较为成熟的奶酪生产技术和稳定的奶酪市场，这也可以弥补光明在奶源上的短板。

4.2.2 先进技术吸引

一是以色列奶业智能化管理水平处于世界前列。以色列是全球奶牛饲养技术最发达的国家，其在奶业生产中所使用的机械设备依靠企业自身研发制造，智能化、信息化管理系统、牛群饲喂系统、牛舍冷却系统、挤奶系统、牛奶加工设备等系统颇受国外企业青睐。以色列制定了严格的奶牛育种计划，全国拥有统一的生产性能测定，为奶牛育种提供精确的数据信息，这也为奶牛高质高产提供了基础。奶业智能化管理可以降低牧场的管理成本，增加牧场效益，同时也能提供更优质的原奶，以色列在乳制品生产和管理方面先进的技术环境也可以为光明荷斯坦牧业提供长久的技术支持。二是以色列企业研发能力较强，宏观的技术环境迫使企业不断地提高自身研发创新能力，研发创新能力对于乳制品企业来说是其参与市场竞争的有利武器。当前市场乳制品企业众多，只能依靠不停的产品和技术创新，掌握更加前沿核心的技术，不断地推陈出新，满足更多不同群体的个性化需求，才能市场中屹立不倒。

光明集团致力在源头上确保产品安全，其在 2014 年成立了光明牧业，需引进奶牛牧场方面相关先进技术。TNUVA 集团在 2000 年成立了研究所，致力于走在营养科学研究的最前沿，同时 TNUVA 在奶酪、酸奶、黄油产品上可以为光明乳业提供研发创新支持，有助于光明在奶酪产品市场占据有利地位。

4.2.3 战略发展需要

光明集团国际化战略、科技战略需要，是其开展跨国并购活动的重要原因。在乳制品业务板块，光明集团一直专注于鲜奶战略，这也使其错失了超高温瞬时灭菌奶在国内快速发展的黄金时期，其在行业内排名一度落后。之后，虽然光明力推莫斯利安常温酸奶，但是其与蒙牛以及伊利之间收入的差距仍然很大，这时通过跨国并购扩大业务规模，可以稳住国内部分市场。同时，我国乳制品企业受到贸易壁垒等因素制约，仍然呈现出进口单向型的特点，仅凭借在国内市场竞争中的优势，无法在国际市场上立足。TNUVA 在中东、欧洲和北美市场均享有一定的品牌知名度，光明通过并购 TNUVA 集团，在这三个区域建立市场，再施以产品和营销优势，更加迅速的占领国外市场。

光明在乳业技术方面也致力于走在国际前沿，打造“金字塔”式高科技战略版图也一直是光明乳业的追求，光明成立了乳业研究院，研究院为光明乳业产品和技术研发提供了支撑，如图 4.2 所示，乳业研究院分为四大科研平台，当前拥有的发明专利位居国内乳制品企业前列。同时，光明乳业也重视科技型人才的引进和培养，现有正高职 4 人，副高职 23 人，博士 13 人，硕士 50 人。光明乳业从技术、人才、创新体系多方面入手开展科技战略，为消费者提供更加安全健康的产品。并购 TNUVA 集团，有利于光明乳业科技战略的实施，进一步改进相关技术，创新产品，提升企业实力。

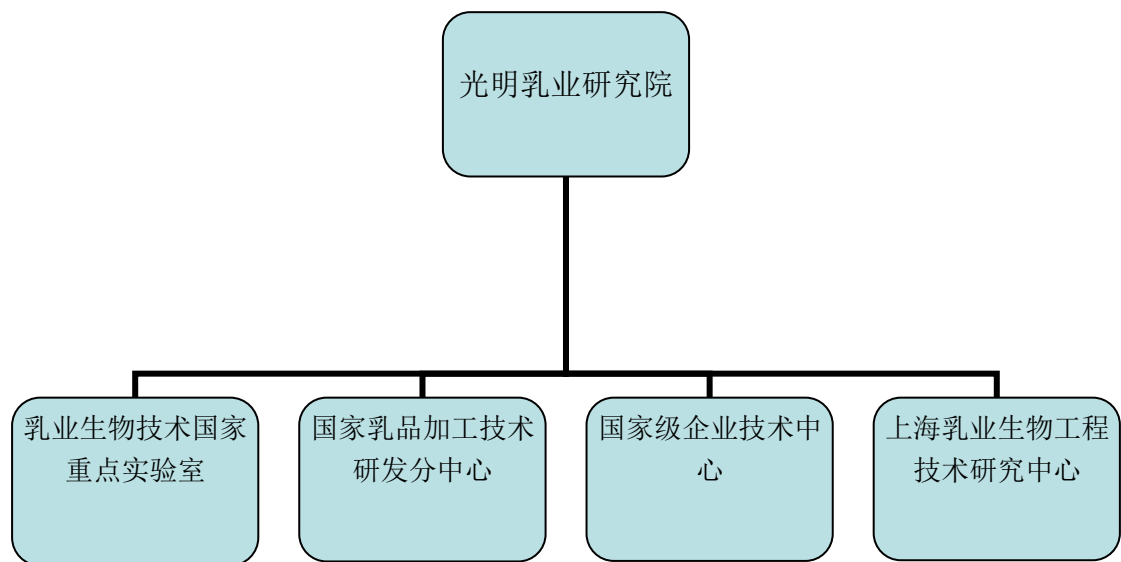


图 4.2 光明乳业研究院科研平台

4.3 并购过程

2007 年 3 月在 TNUVA 集团会议上，决定了将 TNUVA 股权出售给私人投资者，2008 年 1 月 7 日出售之后的 TNUVA 持股变为：Apax 私募股权基金会占 56%、Mivtach Shamir 占 20.75%和 Kibbutzim 控股实体占 23.3%、由 Kibbutzim 的区域经济合作社占 20.3%等，这次股权分配使得 TNUVA 的股权分配较为复杂，企业控制权集中在 Apax 和 Mivtach Shamir 这两个公司手中。

光明集团从 2013 年开始谋划并购，2013 年 9 月开始宣布对 TNUVA 开展并购活动，从 2013 年 9 月到 2014 年上旬都在和 TNUVA 进行并购相关事项的对接。2014

年 5 月 21 日光明集团和 TNUVA 的两个主要控股公司 Apax 和 Mivtach Shamir 签订了并购协议，光明集团收购了两家企业手下 TNUVA 股份。之后，光明集团成立了光明新加坡投资公司来实施这次并购。2015 年 3 月，光明新加坡投资公司完成交割，收购了 TNUVA 集团 77.7% 股份，成为其最大股东，拥有 TNUVA 集团控制权。2016 年 2 月，光明乳业终止拟非公开募集 90 亿来收购光明食品新加坡投资 100% 的股权，光明乳业本意在获得以色列乳品公司 TNUVA 集团的股权，由于之后资本市场的变动，光明乳业股票价格低于非公开发行价格，因此无法获得认购，此次非公开发行最终终止。2016 年 3 月，光明集团将 TNUVA 集团交由光明乳业托管，光明集团定期支付光明乳业托管费用，托管期间内托管费用在每一个完整的会计年度固定为一亿元人民币。

表 4.3 并购过程

时间	举措
2013 年 1 月至 8 月	光明集团开始谋划并购 TNUVA 集团
2013 年 9 月	光明集团公开宣布开始并购 TNUVA 集团
2013 年 9 月至 2014 年上旬	与 TNUVA 对接相关事项
2014 年 5 月	光明集团收购 Apax 与 Mivtach Shamir 两家公司手中 TNUVA 集团的股份
2015 年 3 月	光明集团旗下光明新加坡公司收购 TNUVA 77.7% 的股权，获得 TNUVA 集团控制权
2016 年 3 月	光明集团将 TNUVA 集团交予光明乳业托管，定期支付托管费用。

资料来源：笔者根据公开资料整理

5 光明并购 TNUVA 风险分析

5.1 并购风险识别

5.1.1 并购前期

大部分学者对并购前期风险的分析都集中在东道国的经济、政治、法律等风险上面,这几类风险也可以被识别为环境风险中的分类。在并购前期风险分析中,大多偏向较为宏观的方面,本文在此主要分析并购前的环境风险,并且着重分析环境风险中的政治风险、经济风险和法律风险。

(1) 政治风险

以色列党派众多造成了其内部的分裂,同时宗教和土地历史遗留问题较多,再加上大国干预,以色列与周边的国家政治关系紧张。以色列和巴勒斯坦两国 2010 年在美国进行和谈,但是最终未能缓解两国关系。2012 年以色列与伊朗两国关系也是各方争论的焦点,伊朗推进核计划,使得以色列通过相应军事活动保护自己。与此同时伴随着周围国家的政治伊斯兰化,以色列自身所处政治环境变得更加恶劣。

以色列及其周边国家政局的稳定程度,给经济活动带来了更大的不确定性。如 2000 年巴以两国局势趋紧,以色列外国投资额呈现下降趋势,2003 年两国关系趋缓,以色列外国投资额就呈现上升的趋势,因此要有效防范政治风险对经济带来的影响。

此处采用政治风险指数来衡量以色列的政治风险,选取的数据来自于美国纽约国际报告集团编制的国家风险国际指南(ICRG),其公布的政治风险包括十二个指标,每个指标都有相应的分值,总分为 100 分。

表 5.1 ICRG 政治风险评分表

指标名称	占分
政局稳定性 (Government Stability)	12
社会经济条件 (Socioeconomic Conditions)	12
投资政策 (Investment Profile)	12

内部矛盾 (Internal Conflict)	12
外部矛盾 (External Conflict)	12
腐败 (Corruption)	6
军事影响 (Military in Politics)	6
宗教矛盾 (Religious Tensions)	6
法律秩序 (Law and Order)	6
种族矛盾 (Ethnic Tensions)	6
民主责任 (Democratic Accountabilty)	6
行政质量 (Bureaucracy Quality)	4
总计	100

资料来源：笔者根据公开资料整理

政治风险指数最后以百分比的形式呈现，取值为 0 到 100，其中越靠近 100% 风险越小。其中 0-49.9%属于风险很高；50%-59.9%属于高风险；60%-69.9%属于中度风险；70%-79.9%属于低风险；80%-100%属于风险很低。

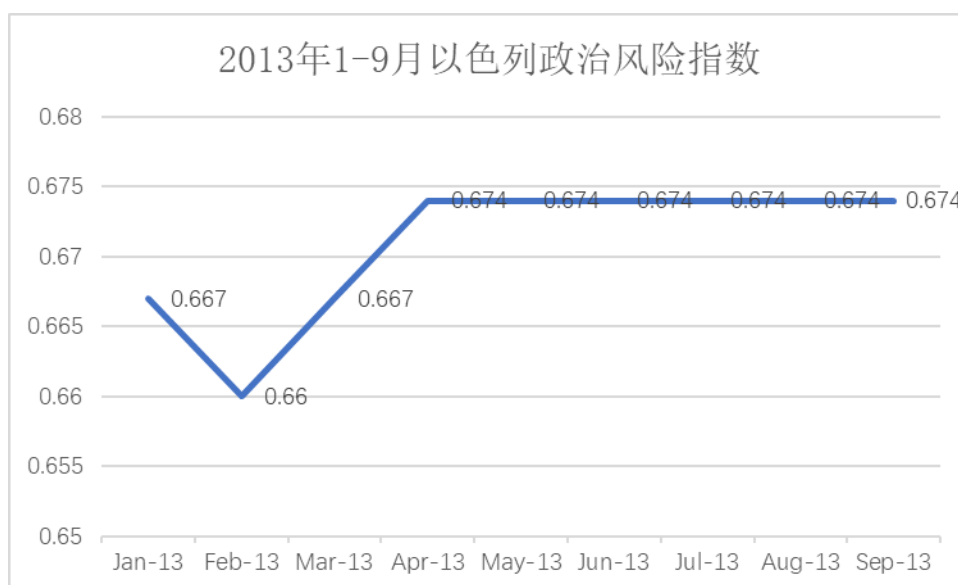


图 5.1 2013 年 1-9 月以色列政治风险指数

数据来源：ICRG 数据库

光明集团于 2013 年 9 月公开宣布并购 TNUVA, 因此这里采用 2012 年以及 2013

年 1 月到 9 月以色列的政治风险指数来做分析。2012 年以色列政治风险指数是 67%，属于中度风险，2013 年 1-9 月份政治风险指数如图 5.1 所示。

最终采取九个月政治风险指数的平均数 67.1%为最后的结果，我们可以发现在并购发生前，2012 年以及 2013 年前九个月政治风险指数都处于中等的水平。因此，可以认为并购发生前夕，以色列的政治环境风险属于中度风险。并购前期 2013 年 4 月至 9 月政治环境风险波动不大，但是 2013 年 3 月政治风险指数突然下降达到最低点。以色列身处中东战火，政治因素突发性不可避免，不可忽视其对经济活动的影响。

同时，以色列倡导民主，其政治文化存在西式化的特点。影响以色列经济发展的事件有时需要通过民众投票来决定，民主氛围的强烈使得民众对并购事件持有自己的看法，一旦有负面新闻产生，民众会有强烈的反对情绪产生，国内社会不稳定。此次光明集团并购过程中，由于光明集团是国企，而 TNUVA 集团又掌握着以色列大部分市场，这使得民众以及政府担忧市场被外国企业所侵占，并购活动进程一度受阻，因此需时刻防范政治风险。

(2) 法律风险

跨国并购涉及到两个或以上国家，每个国家的法律不一样，而一旦触及法律禁区，可能就会导致并购失败。因此作为对外直接投资的方式之一，跨国并购更需要注意不同国家对于外商投资的相关法律规定，如外商投资法规定、行业限制规定等。以色列没有对外商投资设立专门的法律，也没有专门的并购法，但是要注意以色列会对一些敏感行业设置限制，例如若被并购企业是以色列政府资助的研发企业，只有政府批准之后才能进行控制权的变更。每个国家都对专有技术设定了一定的门槛，以色列也不例外，只有缴纳罚金才可以并购专有技术，并入股份超过 5%，则需要获得以色列政府的审核批准。

以色列具有健全的工会组织制度，若工人待遇如薪资问题、养老问题等没有谈妥，就会产生罢工，且以色列罢工活动频繁延续时间较长。以色列税收也较重，税收体系与通货膨胀联系在一起。在以色列要特别重视节约资源和保护环境，在资源环境保护方面的法律较为严格，因此要事先进行评估。在投资渠道疏通的时候，要注意不要进行腐败贿赂，一旦发现，在以色列就会受到严厉的制裁，影响企业的信誉。

TNUVA 是以色列的乳制品企业，需要注意以色列对于奶牛养殖和产量都设有配额限制，并且以色列法律禁止生产和营销没有处理过的牛奶。同时，由于 TNUVA 集团占据当地乳制品市场份额过大，曾被以色列政府认为具有垄断嫌疑，法律风险仍然存在。

（3）经济风险

本文将从以色列的经济总量、通货膨胀率以及公共债务率这三个方面着手来分析以色列的经济风险。一国的经济总量一定程度上反映了该国的经济发展状况，一般用 GDP 来表示一国的经济总量，人均 GDP 反映了该国人民的生活水平，这两者都可以看出该国经济发展在全球的表现。通货膨胀率反映了该国货币通货膨胀的程度，公共债务率是指公共债务占 GDP 总量的比重，这两个指标可以反映出该国的经济环境是否稳定。清楚认知以色列经济风险，了解以色列的经济发展情况，有利于光明集团制定相应的并购战略，对之后各种战略实施开展也提供了一定的参考。

1) 经济总量

以色列 GDP 从 2009 年到 2012 年总体上属于上升的趋势，从 2074.58 亿美元增长到了 2571.8 亿美元，总体增长 24%。以色列总体 GDP 总量不是很大，2009 年仅占世界 0.34%。

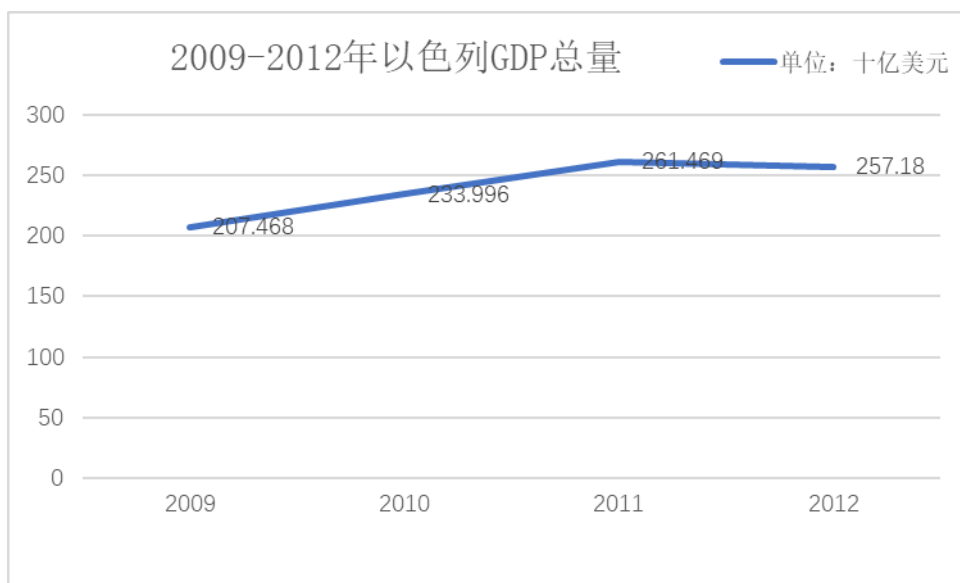


图 5.2 2009-2012 年以色列 GDP 总量（单位：十亿美元）

数据来源：国家统计局——《中国统计年鉴》

虽然以色列总体 GDP 总量不大，但是以色列的人均 GDP 很高，甚至和欧洲一些国家不相上下。2009 年以色列人均 GDP 为 2.77 万美元，2012 年达到了 3.25 万美元，增长 17%。这也得益于以色列强大的科技创新能力，以色列的高科技技术使得它虽然身处中东战火中，但是仍然经济发展强势。

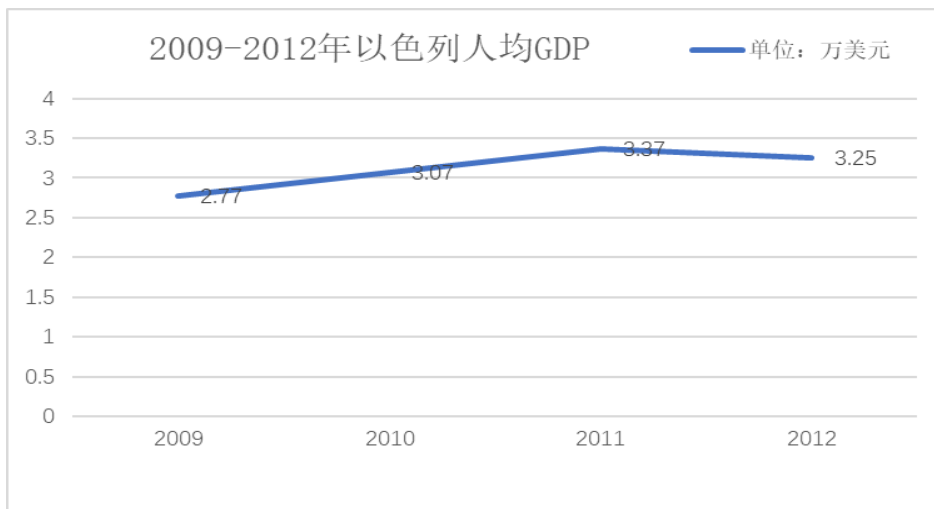


图 5.3 2009-2012 年以色列人均 GDP (单位: 万美元)

数据来源: 世界银行数据库

2) 通货膨胀率

以色列通货膨胀率总体呈现下降的趋势，图 5.4 显示，从 2009 年的 3.329% 降低到 2012 年的 1.684%，通货膨胀率的下降表示以色列 2009 至 2012 年几年间物价趋于稳定，购买力的变化较小，社会比较稳定。



图 5.4 2009-2012 年以色列通货膨胀率 (单位: 百分比)

数据来源: 世界银行数据库

3) 公共债务

以色列历史政府公共债务较重，2003 年公共债务占 GDP 比重接近 100%。从图 5.5 可以看出以色列政府债务占 GDP 的比重，从 2009 年到 2012 年呈现出下降的趋势，由 74.55% 下降至 68.48%，下降了 6.07%，可见以色列政府债务状况在变好。

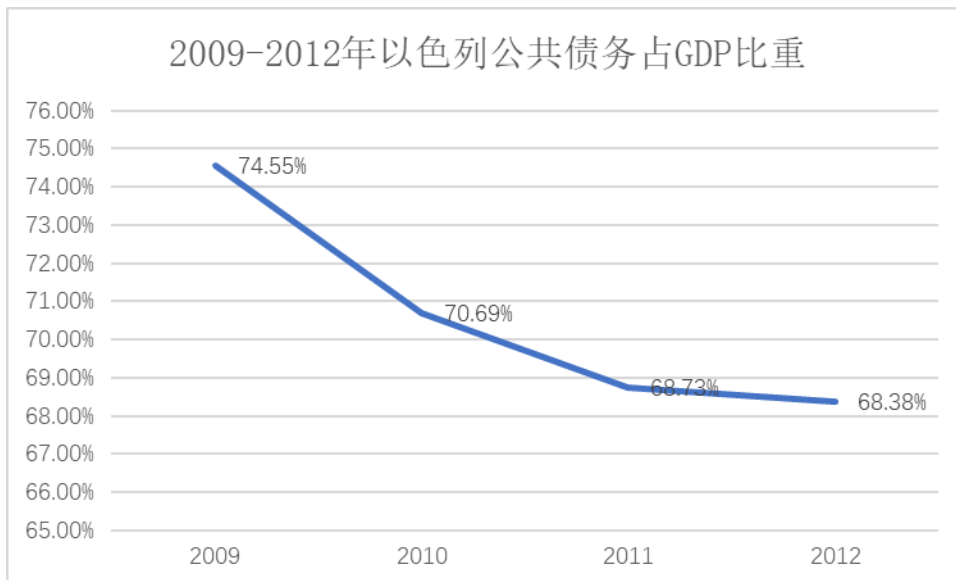


图 5.5 2009-2012 年以色列政府债务占 GDP 比重（单位：百分比）

数据来源：世界银行数据库

2008 年金融危机之后，全球经济都遭受了重创，但是以色列通过对银行的严格监管通过大规模的外汇市场干预，来削弱本币的价值，并且通过高新技术出口来刺激疲软的出口市场，使得经济不至于不可控制。因此从 2009 年到 2012 年的数据来看，以色列经济的发展都处于良好的状态，但是 2012 年以色列经济增长率仅为 3.1%，较 2011 年降低了 1.5%，经济增长率的降低也表明以色列经济增长放缓。同时以色列自身自然资源短缺，依赖进口，自身经济增长依赖世界技术信息产业发展，经济发展外部依赖性较大，这也造成了经济发展的不稳定性。

5.1.2 并购中期

企业进入并购中期之后需考虑融资支付等问题，本文将企业在并购中期的风险主要识别为财务风险，此处选取财务风险中的汇率风险、融资风险、支付风险

进行分析。光明集团身为国企本身资金实力雄厚，但是光明集团大都通过跨国并购来实施海外战略，这就要求更加充足的资金，因此融资风险和支付风险也应得到重视。

(1) 汇率风险

由于东道国和母国的官方货币不同，因此要考虑汇率波动对于并购事件的影响，若东道国货币可以兑换多种货币，就可以在考虑多种汇率的情况下，选择更有利于并购案件的汇率进行并购。在前期谈判过程当中还需考虑，在并购过程中的货币兑换风险由并购双方谁来承担。

以色列的官方货币是谢克尔，若中国企业并购以色列企业需要兑换货币，可以先兑换成美元，再兑换成谢克尔。然而汇率也会受到很多因素的影响，例如一个国家的政治状况、经济状况等，因此变化不稳定。图 5.6 是以美元为中间兑换货币时，谢克尔兑人民币的汇率。从 2009 年到 2015 年谢克尔兑换人民币的汇率波动幅度较大，总体呈现出下降的趋势，从 2009 年的 1.74 降低到了 2015 年的 1.6，总体下降约 8%，可以看出谢克尔在贬值，人民币在升值，如果在人民币升值时进行并购支付，那么会比在人民币贬值的时候进行并购支付成本低很多。

两种货币若不能直接兑换，除了考虑货币相对汇率的涨跌，还要考虑中间货币的涨跌。谢克尔除了和美元可以兑换外，也可以和欧元进行兑换。在 2014 年至 2015 年美元是相对升值的，但是欧元相对在贬值，那么这个时候如果选择兑换成欧元支付，成本更低。因此在并购中期应当注意相应货币兑换的风险，并且选择最合适的时间、合适的中间货币进行支付从而实现利益最大化。

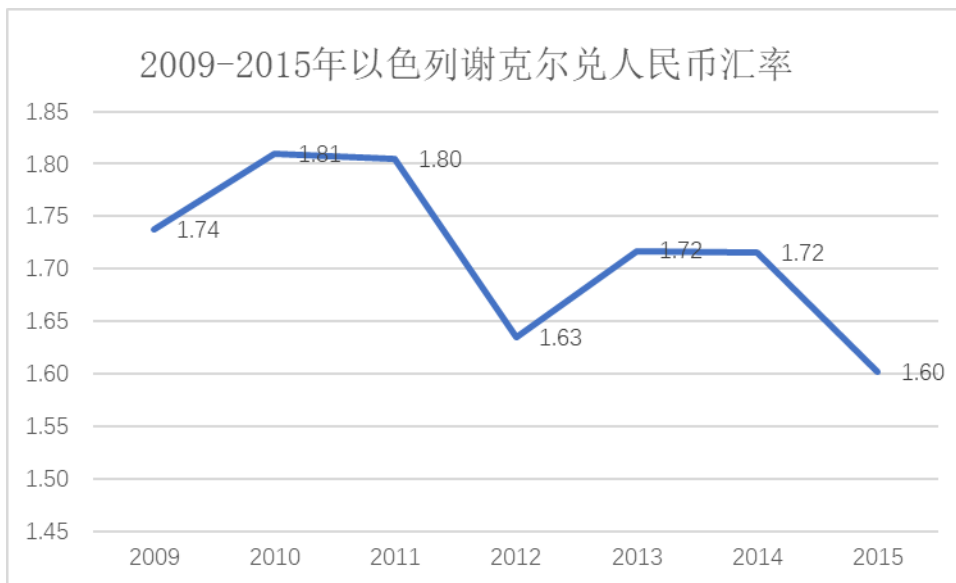


图 5.6 2009-2015 年以色列谢克尔兑人民币汇率

数据来源：世界银行数据库

(2) 融资风险

企业在并购的过程中容易出现现金流不足的情况，从而难以支撑企业完成并购活动，在这种情况下企业就要开展筹资活动，而因筹资活动引起收益变动的风险，即称之为融资风险。企业融资的方式可以分为内部融资方式和外部融资方式。内部融资方式主要是运用企业自身的资金流，这就要求企业要有强大的资金支撑。外部融资方式主要有三种，股票融资、银行借款和发行债券，其中银行借款是最为常用的方式，适合短期融资，该种方式也让企业之后面临着偿还借款的压力。

企业负债是导致融资风险最主要的原因，企业的负债比重与财务杠杆系数呈正向变化，而财务杠杆系数的大小又可以反映股东收益变化。此处利用财务杠杆系数对融资风险进行分析，财务杠杆系数公式为息税前利润除以总利润。

财务杠杆系数反映了投资收益率对于息税前利润率的弹性，该系数越大资本收益率对于息税前利润率的弹性也就越大，相应的风险也就越大。从图 5.7 我们可以看出，在并购事件发生之前，光明集团 2011 年到 2013 年的财务杠杆系数总体是呈现下降的趋势，从 1.2 下降到了 1.08。在并购过程中，2013 年到 2015 年财务杠杆系数总体呈现出上升的趋势，从 1.08 上升到了 1.2，融资风险一定

程度上增大。



图 5.7 2011-2015 年光明集团财务杠杆系数

数据来源：光明乳业年报

(3) 支付风险

企业并购的支付方式有三种，现金支付、股票支付和混合支付。现金支付是最早出现并且最常用的一种支付方式，它更适用于交易额小且并购时间短的交易。但是该种方式也要求企业有雄厚的资金流，如果企业不能用现有资金流去支付，就只能通过融资借款来支付，这样会增大企业的风险。也有企业通过发行股票、债券等方式去筹集资金，但是这更适用于并购时间交易额大的交易，对于企业的市场信心要求也很大。

光明集团在此次并购中选择了现金支付的方式，该种支付方式在简化支付流程的同时，也加重了企业现金流不足的压力。光明集团净利润、现金流支撑和收购价格的差距都很大，很难给股民信心，在并购完成之后光明股价的波动就是股民市场信心不足的表现。同时，光明集团并购需支付 156 亿人民币，而集团 2013 年的现金余额仅为 26 亿，可见光明集团现金支付风险之大。

5.1.3 并购后期

学者将并购后的风险统称为整合风险。在并购完成之后，两个企业面临整合

的风险，需要通过整合来创造出“1+1>2”的效应。常见的后期整合活动主要是涉及人员、组织架构、经营等方面。光明集团在并购活动完成之后，将 TNUVA 集团交由旗下子公司光明乳业来托管，此处主要分析并购之后的文化整合风险、组织架构整合风险、人员整合风险以及经营整合风险。

(1) 文化整合风险

以色列地处亚洲、欧洲、非洲三大洲的结合处，并且经历了很多次的移民潮，这也就决定了其文化乃至商业文化的多样性。以色列受到欧美文化的影响较多，通用的语言是英语。但是大部分的以色列人都有宗教的信仰，在以色列开展商务活动一定要注意当地的宗教习俗。此处采用文化维度分析来识别中国和以色列两国的文化差距，从而识别后期整合风险中的文化风险。

从下图中国和以色列的文化维度可以看出，除了性别化这一指标外，其他的指标相差都较大，其中差距最大的是权力距离，中国明显等级更加分明，而以色列则更追求平等。不确定性规避指标显示以色列人更加喜欢变化，而不是去适应环境和规避风险，这也和以色列人极强的创新能力相符。以色列长期取向指数与我国相比较低，以色列人更倾向于短期取向，更强调的是坚定目标，并且快速达到目的。以色列偏向于个人主义而中国则更加偏向于集体主义，两国之间文化差异较大，整合较难。

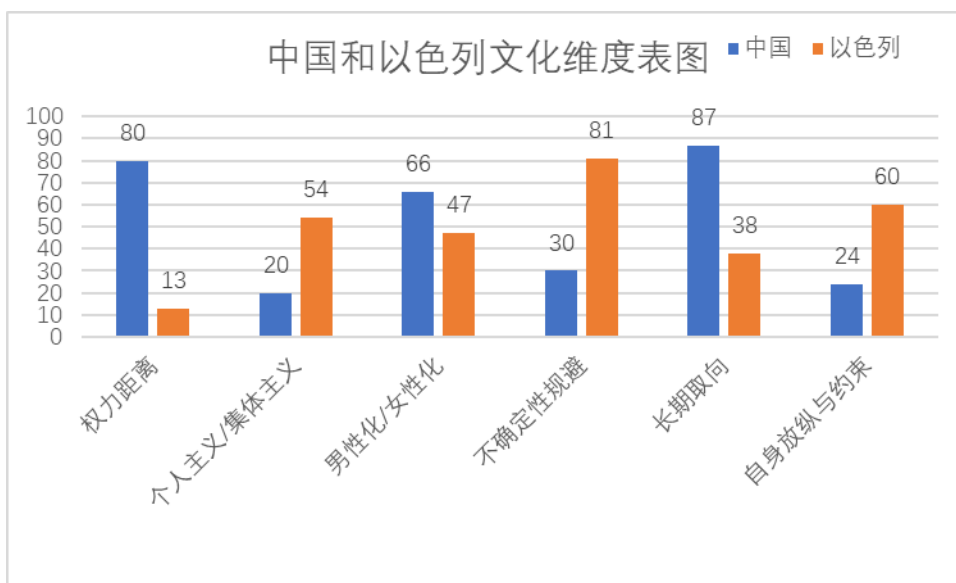


图 5.8 中国和以色列文化维度表图（蓝色代表中国，橙色代表以色列）

数据来源：<https://www.hofstede-insights.com/>

TNUVA 集团作为以色列知名的食品企业，光明乳业在并购完成后的托管中应当更加注重公司文化氛围的融合。光明集团内部更加遵守规章制度，而中国人行事风格也和以色列人有差异，以色列人注重创新，但是中国人更加循规蹈矩。因此若文化整合没有做好，企业就会失去向心力，难以发展。

(2) 组织架构整合风险

组织架构的不同决定了每个企业拥有不同的内部管理状况，如果在并购完成之后没有很好的去整合组织架构，很可能会产生内部矛盾。两个企业内部组织架构整合的不合理也会产生部门沟通不协调，企业的办事效率低下等问题。

光明集团旗下子公司众多，每个子公司又都有自己的组织架构，作为 TNUVA 集团的托管公司，光明乳业与 TNUVA 集团均为类似职能式的组织结构。由于国别文化差异，组织架构内部也存在管理方式的不同。从股权分配来看，光明乳业股权存在一股独大的情况，其中光明食品集团持有 51.62% 的股份，社会公众持有 48.38% 的股份，而社会公众持股这一部分持股者中没有集团管理层，这使得其不能通过股权分配来形成一定的激励机制。TNUVA 集团股权持有情况较为复杂，不同于光明乳业的单一化持股，其更多偏向多元化持股。持股情况的不同也增加了后期组织架构整合的风险。

(3) 人员整合风险

完备的人员保障是一个企业生存的最基本要求，一个企业唯有在员工价值明确的情况下才可以创造价值，因此并购之后人员的整合十分重要。

并购完成之后，企业内部员工之间的沟通方式、员工激励机制、员工福利保障机制等方面都会给企业带来人员整合风险。我国企业层级关系较为明确，内部沟通方式没有以色列企业来的直接。以色列更加看重员工的个人发展，员工激励机制较为健全，我国企业更多关注的是企业的总体利益，相比以色列来说没有那么成熟的员工激励机制。以色列企业的工会组织很强大，员工保障方面做的比我国企业更加出色，若员工利益得不到有效保障则人员整合风险就会加大。光明集团和 TNUVA 之间存在人员磨合的问题，双方管理团队之间能否更好的配合，带动员工去接受对方企业，这也影响着人员整合能否更顺利的完成。

(4) 经营整合风险

完成并购之后，光明乳业负责托管 TNUVA 集团，一方面光明乳业的业务重点

和 TNUVA 不同，光明乳业主要业务是液态奶，而 TNUVA 则是奶酪，两个企业在市场定位和产品方向存在差异；另一方面，两个企业在该次并购案中各自战略目标不同，TNUVA 的战略目标为增加盈利，而光明集团的战略目标则是进一步实现国际化战略，通过获取技术实现科技战略。双方战略目标差异，难免会造成之后经营业务中双方的分歧。光明集团通过该次并购，能否在国内市场稳住脚跟，又能否缩小和伊利、蒙牛这两大乳业巨头之间的差距，主要还是要通过和 TNUVA 之间进行经营协同，减小经营整合风险来实现。

5.2 并购风险评估

5.2.1 环境风险评估

上文认为并购前期风险中东道国的投资环境风险是主要的风险，现有文献中针对跨国并购投资环境风险评估的方法众多，其中较为常用的是 PEST 分析法、等级尺度法、冷热比较分析法、道氏评估法，其中 PEST 分析法、冷热比较分析法和道氏评估法主观因素较强，因此此处采取等级尺度法来分析并购前以色列的总体投资环境风险。

等级尺度法是美国经济学家罗伯特于 1969 年在其论文《如何分析国外投资环境》中提出的，主要运用于分析国家的投资环境，其中包括了八大因素，同时每个因素中分有不同的等级赋予不同的分值，最后再算出总分。最高分为 100 分，分数高低与投资环境优良与否呈正比。

表 5.2 等级尺度评分表

序号	投资环境因素	评分	对该国评分
资本抽回自由 0-12 分	无限制	12	4
	有时间限制	8	
	对资本有限制	6	
	对资本和红利有限制	4	
	限制繁多	2	
	禁止资本抽回	0	
外商股权 0-12 分	准许并欢迎全部外商股权	12	12
	准许全部外商股权但不欢迎	10	
	准许外商占大部分股权	8	

	外商最多不得超过半数股权	6	
	只准外商占小部分股权	4	
	外商不得超过股权三成	2	
	不准外商控制任何股权	0	
外商投资管理 0-12分	外商和本国企业一视同仁	12	8
	略有限制但没有管制	10	
	有少许管制	8	
	有限制没有管制	6	
	有限制有管制	4	
	有限制严加管制	2	
	禁止投资	0	
货币稳定性 4-20分	完全自由兑换	20	20
	黑市与官价相差小于 10%	18	
	黑市与官价相差 10%-40%	14	
	黑市官价相差 40%-100%	8	
	黑市与官价相差大于 100%	4	
政治稳定性 0-12分	长期稳定	12	2
	稳定但是因人而治	10	
	内部分裂但是政府掌权	8	
	国内外有强大的反对力量	4	
	有政变和动荡的可能性	2	
	不稳定, 政变和动荡极可能	0	
给予关税保护的意愿 2-8分	很少或者不保护	8	8
	少许保护但以新工业为主	6	
	相当保护但以新工业为主	4	
	充分保护	2	
当地资金可供程度 0-10分	成熟的资本市场, 有公开的证券交易所	10	10
	少许当地资本, 有投机性的证券交易所	8	
	当地资本有限, 外来资本不多	6	
	短期资本及其有限	4	
	资本管制很严	2	
	高度的资本外流	0	
近五年通货膨胀率 2-14分	小于 10%	14	10
	1%-3%	12	
	3%-7%	10	
	7%-10%	8	
	10%-15%	6	
	15%-35%	4	
	35%以上	2	
总计		8-100分	74

资料来源：笔者根据公开资料整理

以色列对于资本市场成熟度、外商股权欢迎度、给予关税保护意愿上限制不多，得分均为最高分；同时，以色列由于地处中东，政局动荡，存在政变可能性，政治稳定性得分仅为 2 分。最终等级尺度法的结果显示，以色列环境风险得分为 74 分，这表明光明集团在以色列开展跨国并购活动前期所遇到的投资环境风险为中等，但是以色列政治风险较大，国内社会稳定性也较差，仍需加以防范前期的投资环境风险。

5.2.2 财务风险评估

在前文的风险识别中，在中后期主要识别了财务风险、整合风险。虽然中后期识别的风险类别不同，但是运用财务分析的方法，可以从侧面反映出企业中后期面临风险的一个程度，中国学者也普遍使用财务分析法来评价一个企业并购的绩效和风险。本文先就偿债、营运、盈利、发展能力这几个方面采用单一指标的财务分析，来观察并购中后期的风险情况，再采用 Z 分数模型对中后期的财务风险做一个整体的评估。由于该并购案例存在着特殊性，并购虽由光明集团组织实施开展，但是并购完成之后 TNUVA 由光明乳业代为管理，因此此处财务风险评估采用光明乳业和光明集团合并财务报表中的相关数据做分析。

（1）单一指标评估

1) 偿债能力

分析偿债能力一般从两个方面入手，分别是短期偿债能力与长期偿债能力，本文短期偿债能力用流动比率来分析，长期偿债能力用资产负债率来分析，并且增加现金流动负债比这一指标来展现企业经营性现金流对流动负债的保障程度。

从图 5.9 可以看出，从并购开始到并购结束之后两年光明集团流动比率均在 1 以上，2013 至 2017 年流动比率整体呈下降水平，在 2017 年达到了最低点为 0.87，可见光明集团短期偿债能力不容乐观，短期偿债能力降低。一个企业资产负债率代表了其负债水平，资产负债率越高则负债水平越高。光明集团资产负债率 2013 年至 2017 年整体呈现上升的趋势，可见其长期偿债能力减弱，且在并购 TNUVA 过程中 2015 年资产负债率最高达到了 0.66，可见光明集团并购 TNUVA 对其长期偿债能力影响较大。现金流动负债比五年内均低于 1，可见光明集团现金流量对于流动负债的保障程度不高，偿债风险较大。

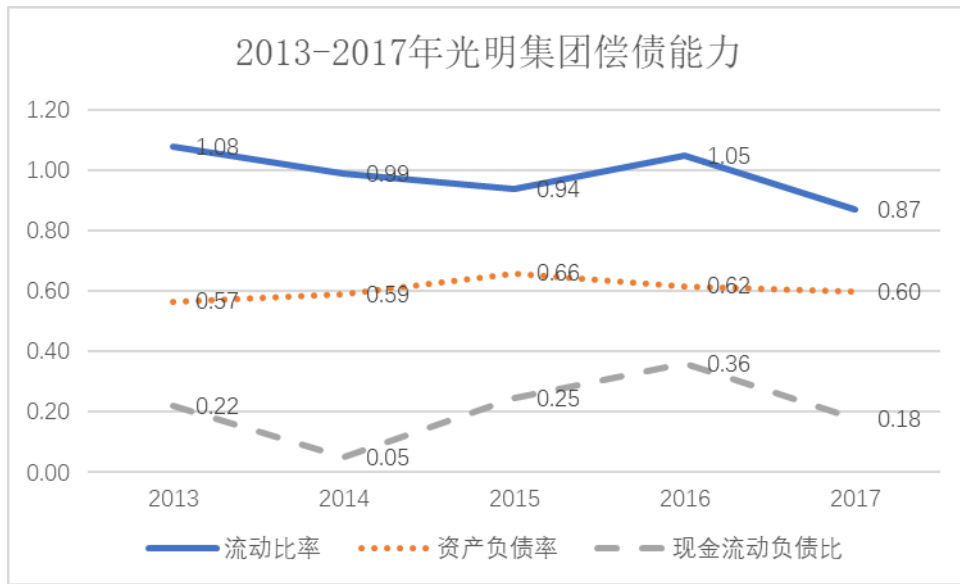


图 5.9 2013-2017 年光明集团偿债能力

数据来源：光明乳业年报

2) 营运能力

营运能力反映了企业运用资产的能力，此处选取流动资产周转率、总资产周转率这两个指标来观测光明集团此次并购对营运能力的影响，周转率越快则说明企业运营效率越高。

2013-2017 年光明集团流动资产周转率总体呈现下降的趋势，下降幅度较小从 2.84 下降到了 2.81，其中流动资产周转率在 2016 年到达最低点为 2.75；总资产周转率在五年中总体也呈现出下降的趋势，下降幅度较流动资产周转率大，从 1.95 下降到了 1.33，其中总资产周转率在 2016 年达到了最低点，为 1.28。在 2015 年并购完成之后，2016 年流动资产周转率和总资产周转率均同比下降，且达到了五年内的最低点，可见该并购事件对于光明集团的营运能力产生了负面影响，营运效率降低。

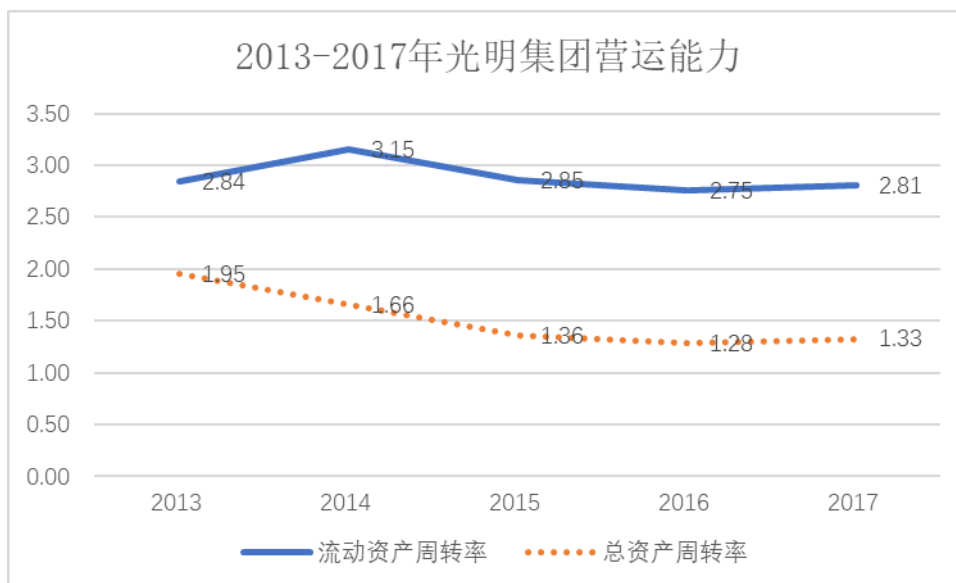


图 5.10 2013-2017 年光明集团营运能力

数据来源：光明乳业年报

3) 盈利能力

盈利能力相关指标体现的是一个企业获取利润的能力，常用的指标是净资产收益率和销售净利润率，本文将选择这两个指标进行光明集团 2013 至 2017 年的盈利能力分析。

从 2013-2017 年光明集团净资产收益率的变化来看，总体呈现上升趋势，上升了 0.028，其中 2014-2015 年下降的较多，下降了 0.018，但是 2016 年开始逐年呈现上升的趋势，这也得益于光明集团完成了对 TNUVA 集团的并购，从而使得光明集团的净资产量增加，投资收益也随之增加。2013 年至 2017 年光明集团的销售净利润率从 0.029 上升到了 0.038，五年之内上升了 0.009，光明集团对 TNUVA 的并购之后销售净利润率开始上升，并购之后相应业务板块的开展增加了光明集团的销售净利润率。因此从盈利能力方面来看，并购 TNUVA 一定程度增强了光明集团的盈利能力，但是光明集团的净资产收益和销售净利润都不高，在并购之后也要注意防范盈利能力方面的风险。

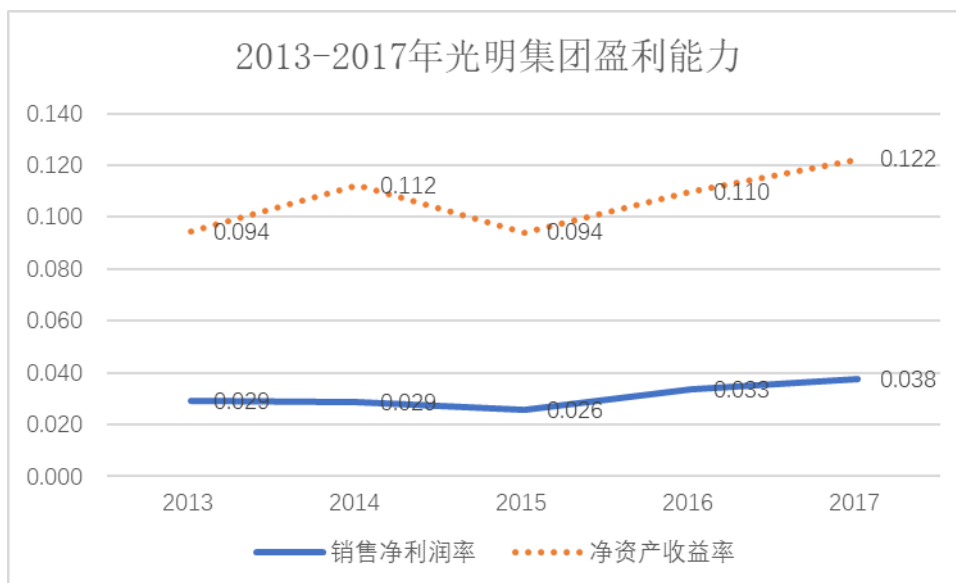


图 5.11 2013-2017 年光明集团盈利能力

数据来源：光明乳业年报

4) 发展能力

发展能力相关指标观察的是一个企业发展的态势和市场扩张的能力，此处选取较有代表性的两个指标总资产增长率和营业收入增长率来分析。

2013年至2017年光明集团总资产增长率和营业收入增长率总体均呈现出下降的趋势，其中总资产增长率从0.23下降到了0.03，下降了0.2，营业收入增长率从0.18下降到了0.07，下降了0.11。总资产增长率2015年较2014年有所上升，从0.11上升至0.19，这是因为光明集团并购TNUVA从而使得集团的总资产得到了增长，2015年以后虽然每年都有所增长，但是增长率在逐年下降，在2016年的时候增长率下降幅度最大为0.15，这和企业并购支付方法有关，从长期来看，总资产增长率呈现下降态势。

营业收入增长率在2015年达到了最低点，甚至是负增长，这主要是和乳制品行业增速放缓、竞争加剧有关，光明乳业进行产品结构调整，导致了负增长。但是2015年之后呈现逐年上升的趋势，这和光明集团的业务开拓有一定的关系。在并购完成之后，光明集团在奶酪业务板块以及牧业业务板块都投入了新的技术和产品，这使得2015至2017年营业收入呈现出积极的态势。总体来看，光明集团并购TNUVA对于集团的市场开拓有一定的积极作用，但是对于企业发展态势方面也存在着一一定的负面影响，要注意光明集团发展能力风险。

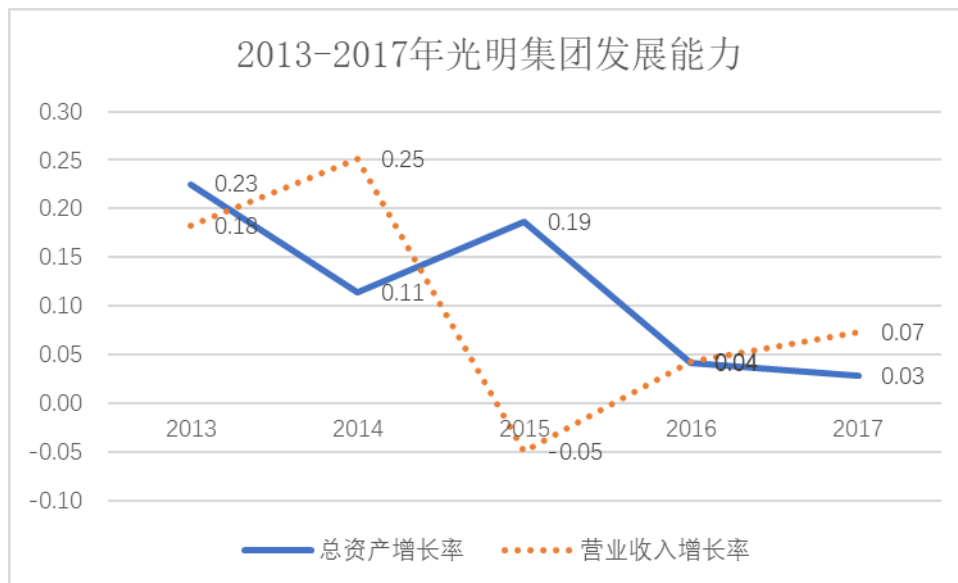


图 5.12 2013-2017 年光明集团发展能力

数据来源：光明乳业年报

(2) Z 模型评估

Z 模型是美国的经济学家爱德华·阿特曼于 1968 年建立的。Z 模型通过测算得出一个综合的风险评分 Z 值，以此来判别公司财务危机的严重程度。Z 模型中包括了五个指标，对五个指标给与具体权重，最后算出相应的 Z 值来观察企业的破产可能性，Z 值越大表明破到产的可能性越小。当 Z 小于 1.8 时，企业属于破产区；Z 处于 1.8 到 2.99 之间时，处于灰色区域，表明企业破产的可能性较小；Z 大于 2.99 时，企业处于安全区，基本没有破产的可能性。此处选用 Z 模型来分析光明集团并购 TNUVA 开始之后四年财务风险的大小。

表 5.3 Z 模型具体指标的表达式

指标	含义	表达式	权重
X1	偿债能力	$(\text{流动资产}-\text{流动负债})/\text{总资产}$	1.2
X2	累积获利能力	$\text{留存收益}/\text{总资产}$	1.4
X3	资产获利能力	$(\text{利润总额}+\text{财务费用})/\text{总资产}$	3.3
X4	财务结构	$(\text{股票市值}*\text{股票总数})/\text{总负债}$	0.6
X5	资产利用效果	$\text{销售额}/\text{总资产}$	0.999

资料来源：笔者根据公开资料整理

Z 模型表达式如下：

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

表 5.4 Z 模型各指标测算详情

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
X1	0.0400	-0.0059	0.0313	0.0216	-0.0718
X2	0.09	0.1234	0.1091	0.1307	0.1532
X3	0.0658	0.0608	0.0547	0.0813	0.0759
X4	0.1139	0.0895	0.0712	0.1176	0.6780
X5	1.4083	1.5654	1.2542	1.2567	1.3103

资料来源：笔者自行测算得出

从表 5.4 中 Z 模型各指标测算详情我们可以看出，X1、X2、X5 都有不同程度的下降趋势，X4、X3 则呈现出上升趋势。图 5.13 的测算结果显示出光明集团从 2013 年准备并购到 2015 年并购完成，Z 分数从 4.21 降低到了 2.8。2015 年开始 Z 分数进入灰色区域，与 2014 年相比降低了 0.78，2016 年仍然在下降，且达到了最低点为 2.7，说明光明集团财务风险在不断变大，风险变大主要是由 X1、X5 这两个指标的下降所造成的。光明集团并购完成前后 Z 分数波动较大，可见并购 TNUVA 一定程度上增加了光明集团的财务风险。

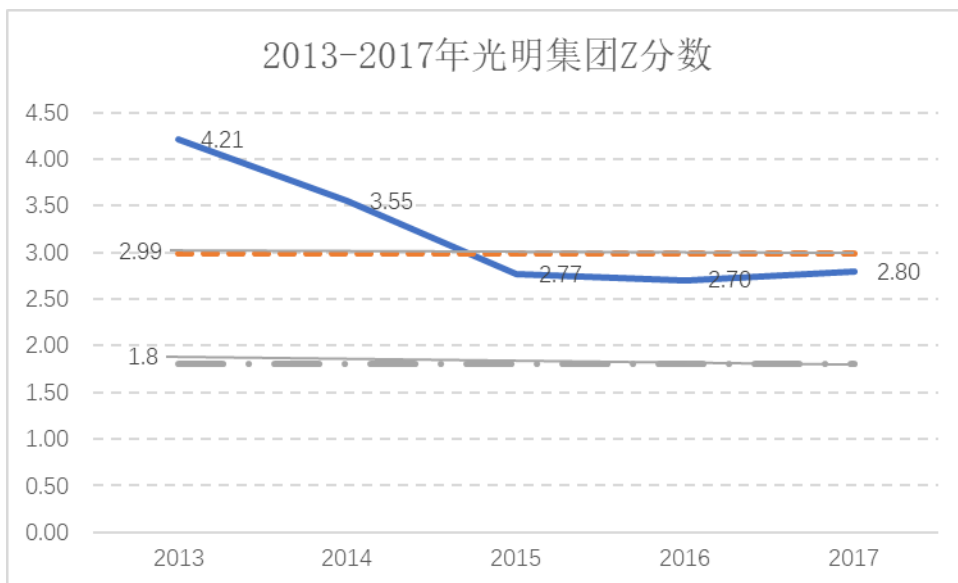


图 5.13 2013-2017 年光明集团 Z 分数

数据来源：光明乳业年报

6 风险防范措施

6.1 光明集团并购风险防范措施

光明集团经过多年在跨国并购领域的探索,已经形成了自己的一套海外并购体系,即所谓的“光明模式”,包括了并购前期对于收购目标的尽职调查,收购目标以及其已有业务的全方位协同评估;并购中期与并购案件相关方的国际规则的磋商谈判,启用国际信用评级、发债、银团贷款等低成本融资方式以及全杠杆收购模式;并购后期进行全球资源整合,与被收购企业管理有机结合充分发挥协同效应。通过该种模式运作最大程度上降低光明集团海外并购的风险,充分激励被收购企业的团队积极性,拓展市场,提升光明集团形象。

6.1.1 并购前期

光明集团在并购中遵循着“5+1”的原则,是否符合集团发展战略、是否可以产生业务协同、并购价格合理、风险可控、团队优秀、基本符合3到5年能够上市的条件,光明集团并购团队在该原则基础上对TNUVA进行了详尽的调查,降低以色列投资环境风险对并购活动的影响。

光明集团并购TNUVA集团,不仅可以获取TNUVA集团在乳制品生产方面的先进技术,也可以通过该次并购更好的开拓国外市场,光明集团对此次并购也十分看重。在并购开始之前,光明集团就曾派专员去以色列和TNUVA集团洽谈并购事宜,TNUVA集团也曾派高层前往光明集团考察。这有利于双方集团更好的了解对方,光明集团充分了解TNUVA集团的技术资源、人力资源等情况,也为光明集团制定并购策略提供了参考。光明集团考察TNUVA集团的同时,对以色列的投资环境有了一定认识,之后通过内部并购团队来对此次并购进行预估,制定了更加科学的并购战略。

在并购消息刚传出时,由于TNUVA占据以色列乳制品市场份额较大,受到了以色列政界和社会人士的抵制,以色列政府随后开始反垄断调查,光明集团通过自身并购团队与以色列相关部门的不断磨合沟通,最终成功通过反垄断调查。

6.1.2 并购中期

光明集团在并购法国优诺失败之后，组建了自己的海外并购团队，来提高并购的成功率，并购团队由荷兰合作银行、奥睿律师事务所、普华永道会计师事务所等顾问机构组成，这些机构对光明集团在并购中期减少财务风险起着重要的作用。从前文财务评估中可以看出，光明集团在该次并购中财务风险较大，特别是偿债能力方面，光明集团 2015 年相关数据表现不佳，但是之后两年呈现出好转迹象，可见光明集团财务风险防范措施有一定成效。

光明集团和 TNUVA 集团就汇率风险由谁承担的问题产生了分歧，但是光明集团并购团队坚持不让步，最终光明集团利用欧债危机造成的欧元贬值，用欧元支付并购金额，减少了汇率风险。

光明集团融资时让几家银行共同组成了融资俱乐部，这几家银行也与光明集团之前有过并购项目的合作，各个银行之间、银行和企业之间通过之前的协作，减少了交流成本。参与竞标银行之间公平竞价，之后光明集团再筛选出最合适的报价，这也减少了光明集团并购的融资风险。

光明集团聘请的中介机构给光明集团并购 TNUVA 制定了详细的并购支付计划，按照预计的流程来进行支付操作，从而使得融资的资金可以及时到位，减少支付的风险。

6.1.3 并购后期

法国学者哈密德·布希基将并购完成之后的整合分为殖民型整合、同盟型整合与共生型整合三种整合方式。同盟型整合是指被并购的公司可以保留其历史身份特征，不需要并入新的身份特征中，从而维持最低水平的内部协调。光明集团在并购后期针对 TNUVA 集团采取的整合方式就是同盟型整合。在前文财务评估的结果中，我们可以看出光明集团在并购完成之后两年，盈利能力和发展能力有关指标呈现上升趋势，表明后期整合效果良好，给光明集团带来了积极的发展态势。

由于国别差异，两国在文化上差别较大，为了避免因企业文化不同而影响经营效率，光明集团委派本部员工去以色列和 TNUVA 管理团队一同管理，定期安排本部员工去 TNUVA 学习，并且在企业公众号、官网等公众平台展示并购之后全新

的 TNUVA 集团，拉近了两个公司之间的文化距离。

光明集团组织架构不同于 TNUVA 集团，为了避免组织架构偏差导致企业运营效率低下，光明集团还是保留 TNUVA 原有的领导团队，保留其原有的企业管理方式，但是增派了本部成员去 TNUVA 集团运营实施监督，增设了监管部门，最大程度减少了组织架构调整的成本。

企业被并购会影响员工的心态，光明集团在并购完成之后也十分注重员工关怀。定期安排以色列员工参观光明集团本部，让员工真正感受到光明的企业文化，重新接受和认同。在疫情期间，光明集团加派防疫物资，保证 TNUVA 集团员工防疫安全，让以色列员工充分感受光明文化，感受光明温暖。

光明集团对 TNUVA 乳清粉有需求，同时 TNUVA 对于光明旗下新莱特工业奶粉也有一定的需求，需要进口工业奶粉来弥补自身在奶源淡季上的供给不足，这也减弱了国际工业奶粉价格下降对于新莱特的影响，从而使得光明和 TNUVA 实现了经营业务上的互补。并购完成之后 TNUVA 集团营业收入逐年增长，在 2020 年一季度，销售额创历史新高，光明集团在并购完成之后盈利能力的提升也表明其后期经营整合有效。

6.2 中国乳制品企业跨国并购风险防范启示

6.2.1 充分了解东道国投资环境

了解东道国投资环境是企业开展并购的首要条件，如果该国投资环境不良就不利于并购活动的展开。东道国投资环境包括经济、政治、法律等方面，我国乳制品企业在并购开始前，应着重关注这几方面风险。

首先，认知东道国经济发展情况，可以帮助我国乳制品企业掌握其经济发展规律，在进行谈判时明确相应风险承担是否受益。其次，认知东道国政治环境，由于政治风险不可控程度大，事先调查可以避免并购活动因为政治不稳定等因素而遭受损失。最后，了解东道国并购相关法律，在并购过程中避免触碰法律禁区，由东道国专业律师团队来减少法律风险的发生。良好的东道国投资环境不但可以减少并购过程中的风险，也可以为并购活动展开提供便利。

6.2.2 熟知东道国相关行业标准

熟知并购企业涉及行业的东道国标准，也是企业开展并购活动一项重要准备。了解母国和东道国之间行业标准的差异，在并购之后进行产品生产与销售渠道的相对融合。每个国家都会对本国食品行业设置一定的标准，我国乳制品行业标准就低于欧洲和美国设置的乳制品行业标准，在并购完成之后就涉及到两国企业技术标准方面的融合，母国企业若想通过并购来开拓东道国市场，就要改变自身产品技术来适应东道国市场行业标准。

进行乳制品企业的跨国并购，需掌握该国乳制品投资的标准，有的国家会对投资标准有一定的限制。企业应当聘请当地的律师团队，通过两个企业之间的磨合来解决这个问题，若该类问题处理不好，对于东道国企业和母国企业来说信誉都会受损，对之后的跨国并购进程也会有一定的影响。

6.2.3 做好充足财务准备，熟悉海外资产管理

无论并购前期调查工作多细致，雄厚的财务能力是支撑企业完成跨国并购的根本。在并购前期对被并购企业进行全面的估值分析，了解被并购企业的实际价值以及母国企业应当支付的并购价格。而并购中期财务风险对并购事件的影响显得更为重要，如企业采用何种支付方式来实施并购防范支付风险，若现金流不足采用何种融资方式来防范融资风险，这都是企业在并购中应当在财务方面做的准备。

我国乳制品企业在确定目标企业之后，就应当联合国内和东道国的相应的财务机构，来确定并购金额，支付和融资的方式。除了并购金额支付，还需要考虑到并购之后，企业若采取独立运行的方式，能否承担被并购企业的高额运行成本。跨国并购在并购成功之后，涉及企业的海外资产管理。若并购企业在海外资产管理方面尚为陌生，就需要考虑被并购企业的资产管理是否复杂，企业是否可以承担。企业也可以聘用专业的海外资产管理公司来管理企业的资产，进一步防范海外资产管理方面的风险。

6.2.4 后期进行国际化整合

并购完成后就涉及并购企业与被并购企业之间的整合问题，整合问题也包括了组织结构整合、文化整合、人员整合、经营整合等方面。跨国并购和国内并购不同点也在于此，跨国并购的实施主体是不同国家的企业，不同国别的企业在文化、组织框架等方面，差异会更加凸显。因此跨国并购涉及的是国际化整合，只有实现了国际化整合，才能让并购真正的对企业的国际化战略有所作用。并购企业和被并购企业如果在企业文化建设、企业管理方式、人才队伍建设、经营业务方面不配套，那么各种行为实施也会有差异，相反若整合可以实现国际化，成立有一套专有的国际化标准，两个企业之间则可以进行国际化融合。

我国乳制品企业并购经验不足，这也为并购完成后的国际化整合带来了问题，而协同效应的发挥也与两个企业的国际化整合程度相联系，因此应该重视并购后期的国际化整合，充分发挥并购的协同效应。

6.2.5 组建跨国并购团队

组建跨国并购团队，形成自身企业跨国并购特点，帮助企业有针对性地规避风险。团队由企业自身去组建，减少了对外沟通阻碍，提高办事效率，自身跨国并购团队对于公司内部情况更加了解，在并购目标选择、之后的整合都能更加客观清晰地进行评估。组建专门负责跨国并购的团队，事先整合跨国并购需要的内外部资源，例如熟知相关行业并购法的律师、实施并购融资的财务团队、后期企业整合需要的管理人员，在减少企业成本的同时加快跨国并购成效体现。

我国乳制品企业通过组建团队形成企业自身跨国并购模式，形成跨国并购体系，吸取经验教训，找出薄弱环节，对症下药，更有质量的实施跨国并购。同时，由更加专业的人员参与到跨国并购过程中，减少风险产生的可能性。

6.3 结论

本文分析了光明集团在并购前期面临的环境风险，其中包括了政治风险、法律风险、经济风险；在并购中期面临的财务风险，其中包括了融资风险、支付风险、汇率风险；在并购后期面临的整合风险，其中包括了文化、人员、组织结构、

经营业务这几类整合风险。通过等级评分法对并购前期整体环境风险做评估结果显示，面临环境风险为中等的程度；利用单一财务指标分析以及 Z 模型分析来观察光明集团的财务风险，发现并购中后期整体财务风险变大，单一财务指标分析结果显示偿债能力、发展能力、营运能力表现不好。在此种风险程度之下，光明集团在并购全过程采取的并购风险防范措施，给我国乳制品企业更好的跨国并购策略启示：

我国乳制品企业在并购前期应当注重东道国投资环境风险，其中包括了东道国的政治风险、经济风险和法律风险等。除了相关投资环境风险，还需要了解东道国乳制品行业相关标准，防止在并购过程当中由于对相关条款的不熟悉而对并购结果产生不良的影响。

在并购中期要通过充足财务准备，熟悉海外资产管理来防范财务风险，避免汇率风险、融资风险、支付风险等财务风险影响并购进程推进，以及企业后续生存发展。

在并购后期进行企业整合时，要有国际化思维，通过企业组织架构、企业文化、企业员工、经营业务这几个方面去实施国际化整合战略。不能一味地为了方便管理而让被并购企业的组织架构和并购企业趋同，相反需要用开放视角，在组织架构上更加精简，企业文化上求同存异，企业员工相互竞争成长，经营业务上更加互补，真正意义上完成并购目标，创造更多经济社会效益。

我国乳制品企业可以学习光明集团构建自身的并购团队，从并购前期开始防范环境风险，并购中期防范财务风险，后期有效防范整合风险，将整个并购过程的风险降到最低，更好的实现两个企业的战略目标，创造双赢局面。

我国乳制品企业通过对跨国并购全过程的风险管理，更高效的达到战略目标，实现企业成长。同时，风险防范经验也让我国乳制品企业更好的走出去，开拓国际市场，获取优质资源成为自身优势，形成企业竞争力。

参考文献

- [1] Altman E I. Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. Journal of Finance, 1968.
- [2] Altman E I, R G Haldeman, P Narayanan. FATE Analysis—A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations[J]. Journal of Banking and Finance, 1977.
- [3] Avik Chakrabarti, Yi-Ting Hsieh. Cross-border mergers and market concentration in a vertically related industry: theory and evidence[J]. The Journal of International Trade & Economic Development, 2017, 26(01): 111-130.
- [4] Comanor W S, Smiley R H. Monopoly and the Distribution of Wealth[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1967.
- [5] Cross-border Mergers Acquisitions[EB/OL]. [2009-10-08]. <http://wiki.mbalibi.htm>.
- [6] Healy P M, Palepu K G, Ruback R S. Does corporate performance improve after mergers?[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 31(02): 135-175.
- [7] Isiah A Litvak, Peter M Banting. A Conceptual Framework For International Business Arrangements Marketing and the New Science of Planning[M]. Chicago, American Marketing Association., 1968: 460-497.
- [8] Li, Chang. Cross-border M&A and the marketing timing of economic crisis[J]. China Finance Review International, 2015, 5(04): 421-439.
- [9] Ping Deng. Why do Chinese Firms tend to acquire strategic assets in international expansion[J]. Journal of world business, 2009(44): 74-84.
- [10] Saaty T L. A scaling method for priorities in hierarchical structures[J]. Journal of Mathematical Psychology, 1970(15): 234-281.
- [11] Vermeuler, Barkema. Controlling international expansion[J]. Business Strategy Review, 2001(3): 29-36.
- [12] Wendt D, Tillen J, Moyer H. M&A Risks Rise Without Pre-Closing Due Diligence. Financial Executive[J]. 2010(7): 48-50.

- [13] 约瑟夫·克拉林格. 兼并与收购[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2000: 25-27.
- [14] 廖运凤. 中国企业海外并购案例分析[M]. 北京: 企业管理出版社, 2007: 1-38.
- [15] 于桂琴. 论中国企业跨国并购的动因、特点与发展趋势[J]. 贵州财经学院学报, 2006 (05): 61-64.
- [16] 宋亚非. 跨国公司在华并购的动因[J]. 东北财经大学学报, 2006(05): 32-34.
- [17] 黄炎. 中外并购动因之差异与后危机时期我国并购策略调整[J]. 现代财经, 2011 (01): 39-44.
- [18] 吴先明, 苏志文. 将跨国并购作为技术追赶的杠杆[J]. 管理世界, 2014 (04): 146-164.
- [19] 郭毅, 郝帅. 全国跨国并购网络特征、演变及影响因素[J]. 北京工商大学学报, 2018 (06): 113-122.
- [20] 宋林, 彬彬. 我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项 Logit 模型的实证分析[J]. 北京工商大学学报, 2016 (05): 98-106.
- [21] 刘青、陶攀. 中国海外并购的动因研究——基于广延边际与集约边际的视角[J]. 经济研究, 2017 (01): 28-43.
- [22] 李晓红. 我国企业跨国并购的动因及风险对策研究[J]. 北京工商大学学报, 2010 (05): 59-62.
- [23] 徐振东. 跨国并购的风险及其控制的主要途径[J]. 中国工业经济, 2000(05): 15-19.
- [24] 王中华. 企业跨国并购过程中的风险管理[J]. 国际贸易问题, 2001 (04): 46-49.
- [25] 叶建木, 王洪运. 跨国并购风险链及其风险控制[J]. 管理科学, 2004 (05): 64-68.
- [26] 王良燕、孙蔚. 从中海油、联想、TCL 等收购案例看中国企业在跨国并购中的特点、风险和对策[J]. 探索, 2005 (05): 88-89.
- [27] 陈振成. 企业跨国并购的风险与规避[J]. 工业技术经济, 2006(12): 147-150.
- [28] 马昀. 中国企业跨国并购中的风险控制问题[J]. 新金融, 2008 (10): 55-59.
- [29] 隋敏, 赵学强. 对我国企业跨国并购风险的在思考——由联想收购 IBM PC 业务引发的联想[J]. 山东经济, 2005 (04): 45-48.

- [30] 黄海峰, 申运峰. 论企业跨国并购中的风险诱因与防范[J]. 经济纵横, 2006 (11): 50-52.
- [31] 许晶晶, 何晖. 我国企业跨国并购的风险与防范探析[J]. 统计与决策, 2009 (24): 179-180.
- [32] 王永綦. 企业海外并购风险的识别与评估[J]. 重庆社会科学, 2015 (12): 26-32.
- [33] 向平, 孔杰. 中国企业跨国并购式海外市场进入模式现状分析与风险管理[J]. 经济管理, 2008 (02): 57-63.
- [34] 李玉梅, 桑百川. 后金融危机时期企业海外并购的风险与控制[J]. 国际经济合作, 2010 (12): 29-33.
- [35] 王桂敏, 李景芳. 民营企业跨国并购的风险控制: 基于并购交易流程的视角[J]. 工业技术经济, 2010 (07): 44-46.
- [36] 闵建蜀. 《投资环境评估法》[M]. 香港: 京港学术交流中心, 1987.
- [37] 周首华, 杨济华. 论财务危机的预警分析——F 分数模式[J]. 会计研究, 1996 (08): 8-11.
- [38] 邢精平. 企业财务预警分析[D]. 西南财经大学, 2003.
- [39] 颜晓晖. 基于灰关联分析法的跨国并购投资风险评价[J]. 广东商学院学报, 2007 (04): 68-71.
- [40] 位春苗. 企业跨国战略风险评估及风险规避[J]. 统计与决策, 2015 (10): 180-182.
- [41] 郑冰洁. 基于 AHP-GRAM 模型的企业跨国并购法律风险评价[J]. 统计与决策, 2019 (11): 179-182.
- [42] 詹叶. 光明集团并购法国优诺失败的因素分析[D]. 辽宁大学, 2013.
- [43] 黄金第. 中国乳品企业海外并购成功的影响因素分析——基于光明集团的案例研究[D]. 西南财经大学, 2014.
- [44] 王婉婷. 光明乳业跨国并购绩效研究[D]. 哈尔滨理工大学, 2019.
- [45] 刘芳, 危薇. 中外奶业政策比较分析[J]. 世界农业, 2014 (01): 68-73.
- [46] 赵文, 李孟娇. 日本奶业规模化发展政策及经验借鉴[J]. 世界农业, 2014 (11): 63-65.

- [47]沙米拉, 邓峰. 基于 AHP 的区域乳制品产业竞争力评价[J]. 统计与决策, 2013 (04): 67-69.
- [48]林艳辉. 我国乳制品行业现状分析及对策研究——基于 2013 年“洋乳品”危机事件[J]. 中国畜牧杂志, 2014 (06): 10-14.
- [49]隋月红. 我国经济非线性成长背景下乳制品质量提升的理论与案例[J]. 宏观质量研究, 2014 (04): 52-64.
- [50]程淼, 何坪华. 乳制品安全事件的溢出效应分析[J]. 世界农业, 2015 (08): 124-130.
- [51]周清杰, 靳亚阁. 我国乳制品行业的演进趋势: 基于 SCP 范式的分析[J]. 西安财经学院学报, 2015 (03): 33-38.

后 记

时光如梭，三年研究生生涯即将结束，细数三年在****大学度过的日子感慨颇深。想起刚来到兰州的时候，不能适应这里的干燥气候，但是现在却可以时常想起金城夏天的舒适、冬天的飘雪，相信这会是我人生中一段特别的经历。

首先，感谢我的导师，在研究生一年级的时候就让我们制定了未来的计划，让我们对未来有了初步的设想，在之后的日子里有目标可以努力。虽然和老师见面的时候不多，但是无论是生活上还是学习上有问题，只要找到老师，他总会很及时的予以回复。同时，导师在学术问题上又有着很严谨的态度，在三年时间里无论是做人还是学习，都从导师的身上学习到了很多，记忆最深的一点就是无论做什么事情，人品先行，往后的生活中也会铭记于心。其次，感谢在研究生期间遇到的同学们，也谢谢大家在碰到困难时给予的帮助。

离别总是伤感的，但是又是美好的，大家都即将进入下一阶段的生活，前路充满着未知，希望在往后的日子里，大家都能够心想事成，活出精彩。